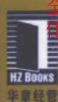
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





畅销书《技术分析》作者普林格的最新力作
一本萧条市场中的生存手册

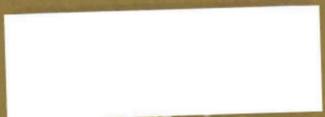
投资在第二个失去的十年

Investing in the Second Lost Decade

华 章 经 典 · 金 融 投 资

M A R T I N J . P R I N G

马丁 J. 普林格
〔美〕乔 D. 特纳 著
Joe D. Turner
汤姆 J. 科帕斯
Tom J. Kopas
李昆 译



Martin J. Pring

机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进

理想藏书55188

投资在第二个失去的十年

Investing in the Second Lost Decade

华章经典·金融投资

MARTIN J. PRING

马丁 J. 普林格
〔美〕乔 D. 特纳 著
Joe D. Turner
汤姆 J. 科帕斯
Tom J. Kopas
李昆 译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

投资在第二个失去的十年/（美）普林格（Pring，M. J.），（美）特纳（Turner，J. D.），（美）科帕斯（Kopas，T. J.）著；李昆译．—北京：机械工业出版社，2013.6
（华章经典·金融投资）
书名原文：Investing in the Second Lost Decade

ISBN 978-7-111-42750-6

Ⅰ．投…　Ⅱ．①普…　②特…　③科…　④李…　Ⅲ．投资－基本知识　Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2013）第114171号

版权所有·侵权必究
封底无防伪标均为盗版
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2012-6060

Martin J. Pring，Joe D. Turner，Tom J. Kopas. Investing in the Second Lost Decade.
ISBN 978-0-07-179744-3

Copyright © 2012 by The McGraw-Hill Companies，Inc.

This authorized Chinese translation edition is jointly published by McGraw-Hill Education（Asia） and China Machine Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only，excluding Hong Kong，Macao SAR and Taiwan.

Copyright © 2013 by The McGraw-Hill Asia Holdings（Singapore） PTE. LTD and China Machine Press.

No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means，electronic or mechanical，including without limitation photocopying，recording，taping，or any database，information or retrieval system，without the prior written permission of the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字翻译版由机械工业出版社和麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司合作出版。

版权 © 2013 由麦格劳-希尔（亚洲）教育出版公司与机械工业出版社所有。

此版本经授权仅限在中华人民共和国境内（不包括中国香港、澳门特别行政区及中国台湾地区）销售。未经出版人事先书面许可，对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播，包括但不限于复印、录制、录音，或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本书封底贴有 McGraw-Hill Education 公司防伪标签，无标签者不得销售。

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码 100037）
责任编辑：黄姗姗　　　版式设计：刘永青
北京瑞德印刷有限公司印刷
2013年6月第1版第1次印刷
170mm×242mm·13.75 印张
标准书号：ISBN 978-7-111-42750-6
定　　价：49.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）68995261　88361066　　　投稿热线：（010）88379007
购书热线：（010）68326294　88379649　68995259　　　读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书献给那些在我们生活中有着重要意义的人们：

Nancy King，她在普林格-特纳资本集团扮演着核心和关键的作用，她辛勤的工作为公司的日常运作提供了坚实的保障，她多年来一直是我们以及我们的客户的坚强后盾。

我们的客户，感谢你们的耐心和信任，将你们宝贵的资产交给我们守护和投资。

我们的家庭，特别是我们的妻子 Lisa Pring、Tina Turner 和 Lili Kopas，她们为我们提供了不可或缺的支持和鼓励，让我们能全心致力于为他人提供成功的投资服务。还有我们随时挂念的孩子们，他们激励着我们在工作中不断超越自己，取得更大的成就。

Jason Pring

Laura Pring Lincoln

Constance Pring

Thomas Pring

Theron Turner

Shad Turner

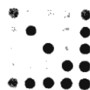
Tiffanny Turner Brooks

Jim Kopas

Will Kopas

Alli Kopas

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



导 论

Introduction

你是否准备好了迎接另一个失去的十年

想起了那美好的旧时光！记得在20世纪90年代，投资者在大牛市的后期阶段振奋不已，那时投资是多么的容易和充满了乐趣。1995~1999年，标准普尔500指数的年收益率分别为38%、23%、33%、29%和21%。为了理解这样的收益率意味着什么，我们假设你在1995年1月1日在股市上投资了100万美元，那么，这笔投资到20世纪末的时候已增值到近350万美元。但这样的收益率和以高科技上市公司为主的纳斯达克指数的收益率相比，又会显得暗淡无光：纳斯达克指数仅在1999年一年的收益率就高达85%。10年、15年和20年的股票市场年平均收益率也都高达15%以上。在那个年代，投资决策非常容易，投资者要做的事情就是买一张票，坐上股市这列隆隆向前的火车即可。所有投资者都坚信一条非常简单的金科玉律：逢低买入，买入并持有，然后就坐等你的利润不断翻番。此前18年股票市场带来的可观的收益率强化了投资者“买股票不可能亏损”的心态。每个人都认为自己是投资天才，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

放过任何一个机会吹嘘自己的投资业绩，不管是在高尔夫球场上、办公室的饮水机旁还是感恩节的家庭晚餐上。很多人放弃了原有的工作专门从事日间交易——后者更有趣，收入也比从事乏味的办公室工作更高，当然律师除外。即使是最保守的人都被这种贪婪的气氛感染，将原本的风险规避原则抛在脑后，也加入到这场投资泡沫的狂欢中。然后，就出问题了。当世界进入新的千年，2000 年到来后，股票投资的环境发生了戏剧性的变化。自 20 世纪 60 年代末以来投资者从来没有遇到过的事情发生了——一个长期性的熊市出现了。突然间，被投资界认为理所当然的投资原则完全不管用了，投资组合的决策变得远比以前困难。

在十多年后，很多投资者和金融媒体从业人员认识到实际上股市当年出现了转折，开始进入下跌阶段，并将随后的十年称为“失去的十年”。的确，从 2000 年 1 月到 2009 年 12 月这段时间是股票市场历史上最糟糕的十年之一。这十年内两次严重下跌的下跌时间超过这十年的一半以上，这使得按照购买并持有思路操作的投资者沮丧不已。即使考虑到分红，这段时间股市市值也跌去了 9%。我们要面对的是一个新的冰冷的现实，投资者不能再期望能从股市获得每年两位数以上的回报率。关于某人放弃了原有的工作专门从事日间交易的故事已是久远的过去——在 2012 年，只要能有一个全职工作，人们就很满意了。那些曾经被认为是可靠的其他投资渠道现在也有各自的问题：房地产是低风险投资且房价只涨不跌的神话已被彻底粉碎；银行储蓄的利息下降到接近零的水平，如果算上通货膨胀和所得税，储蓄的实际收益率是负值；政府债券的收益率跌到几十年来的低点，回报的潜力低，如果利率上涨，就会面临着巨大的本金风险。是的，自 2000 年以来，对于大多数投资者而言，投资市场成了一个名副其实的雷区。这十年始于投资者天真的乐观和信心，终于投资者的焦虑和对未来的期待。

为了更清晰地说明我们的观点，我们以一对夫妇的养老金计划为例，看看自 2000 年人们的预期发生了怎样的变化。史密斯夫妇退休时，史密斯先生 62 岁，当时他们攒下了一笔可观的积蓄。根据历史经验，他们决定将这笔钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的 100 万美元投资到股票市场，购买指数基金。当时，标普 500 指数在之前 25 年的平均年回报率超过了 17%，如果从 1900 年算起，则该指数的年均回报率为 10%。他们想，就算他们的投资只有 10% 的年均回报率，他们可以花掉其中的一半，将剩余的 5% 继续投资，获得复合收益。这个计划看起来很合理，能够让他们的退休积蓄继续增长，甚至还能时不时提高他们用于消费的金额，抵消通货膨胀的负面影响。他们打算每年支取 5 万美元（每季度支取 12 500 美元）来补贴生活费用。这在当时听起来没有什么不对，感觉他们夫妇并不贪心。至少他们认为自己的计划是基于符合现实的假设，他们的期望也比较合理。在退休 12 年后（2012 年），史密斯先生已是 74 岁的老人，图 I-1 显示了他投资的 100 万美元的情况。

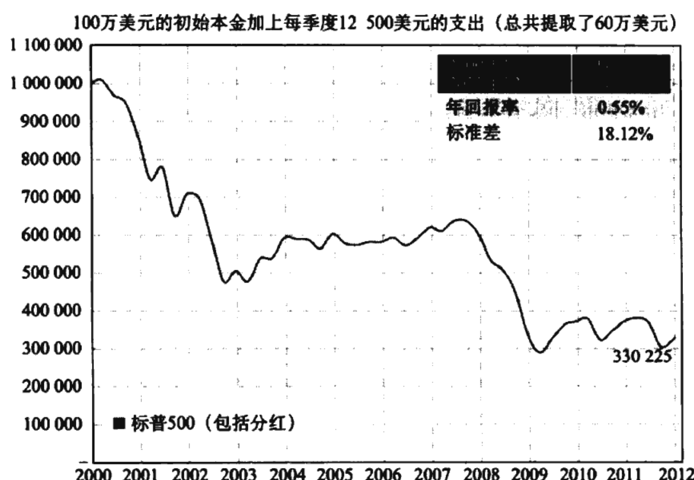


图 I-1 史密斯夫妇的退休储蓄足够维持他们的余生吗

注：股票市场“失去的十年”的投资负回报加上每年固定支取的现金使史密斯夫妇账户上的余额大幅缩水，他们怎样才能挺过第二个失去的十年？

资料来源：Pring Turner Capital Group.

由于整体股票市场“失去的十年”的投资负回报加上每年固定支取的现金，在退休 12 年后，史密斯夫妇投资股票市场的账户上仅剩 330 225 美元的余额。他们还可以依靠这个投资组合来补充生活费用多长时间？如我们所猜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测和在本书中所讨论的，如果**还有一个**失去的十年，史密斯夫妇该怎么办？他们的钱什么时候会被用光？在本书中，我们会不断以史密斯夫妇为例来描述金融环境的变化，并提供主动积极的方案来帮助投资者在我们认为会出现的**另一个**失去的十年中生存和发展。

从非常长远的角度来看，股票市场整体是上涨的，但目前我们正面临一个长期性的熊市也是事实。这种股票市场表现不佳的危险时期可以长达20年或更久。在你的投资生涯中，你可以经历多少这样的20年？史密斯夫妇能否通过被动的买入并持有策略挺过另一个失去的十年？在下一个十年结束之际，他们都已是80岁高龄的老人了，期盼着下一个长期性牛市的来临。问题是：到那个时候他们的账上还有钱吗？我们想说的是，要想投资获得成功，投资者就必须了解他们所处的长期性环境，是长期性的牛市还是长期性的熊市？我们知道在长期性牛市中（如1982～2000年的牛市）是非常容易操作的，投资者只需要简单地买入并持有，但在包含了许多周期性起伏的长期性熊市中生存就困难多了。要在一个长期性熊市中成功，需要大量艰苦的工作、正确的工具以及更加灵活的投资原则。本书的目标是将这些原则进行透彻的讲解，让你能够在下一个失去的十年的剩余时间投资获得成功。

一个好消息是，即使在长期性熊市中还是可能赚钱的，但投资者必须首先抛弃在此前的长期性牛市中行之有效的买入并持有、指数化以及被动的资产配置策略。在一个负面的长期性熊市环境中，这些静态的投资策略会严重影响你的投资回报。在一个长期性的熊市中，投资者要想赚到钱，关键之处在于采取一个更加**主动积极**的投资策略。即使在这种整体是负面性质的、逆水行舟的环境中，仍然存在一些赚钱的机会——一些可能持续2～3年的周期性上升时期。在这些上升期结束后，随之出现的是周期性下跌，因此投资者需要谨慎地运用风险管理技术来保护自己投资组合的价值，捍卫此前的周期性上升趋势中获得的胜利果实。要成功地从市场的这些周期性涨跌中赚到钱，关键之处在于使用合理的经济周期预测工具和遵循一定的投资原则。过去150年的经济和金融的历史显示，市场和商业活动存在一种逻辑性的关联。如同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一年要经历四季转换，经济也会经历景气状况的循环。

认识到“金融四季”现象的存在，并正确地运用合理的资产配置策略能给投资者带来更好的投资回报。的确，理解经济周期与股票、债券以及能对冲通货膨胀的大宗商品之间历史的、可靠的和先后次序的关系对投资者是大有益处的。具备了经济周期、长期性趋势和适时战术资产配置的相关知识，投资者就有可能在承担更低的风险的同时获得更好的回报。更重要的是，这能使投资者对自己的投资更加放心。

有些人认为，在阅读一本书之前应该对作者有所了解，这样可以使读者更好地理解作者的倾向和观点。本书是普林格-特纳资本集团（Pring Turner Capital Group）的几位合伙人在总结了美国金融市场 110 年的经验后的合著。他们是：马丁·普林格（Martin Pring）、乔·特纳（Joe Turner）和汤姆·科帕斯（Tom Kopas）。我们在此也要感谢投资组合经理助理吉姆·科帕斯（Jim Kopas），他在研究、稿件编辑和数码制作等方面所做的工作为本书的顺利完成做出了重要的贡献。

在过去的数十年中，我们行事谨慎的资产管理公司已经成功地将本书所讨论的投资策略的关键原则运用到客户资产管理上。我们的方法是独一无二和多视角的，同时包括了基本面分析、技术分析和经济周期分析的因素。我们之所以采取这种宽视野的投资组合管理策略是因为我们的首要目标是谨慎的风险管理。实际上，在公司的办公室我们打趣时常常说的一句话就是“我不知道”。我们无法确切地知道未来会给我们带来什么。没有人能知道。但是，面临不可知的未来，我们还是得在今天做出决定，然后在时间的另一端给客户带来满意的投资结果。这就是为什么我们的投资分析依赖于经济周期的循环特征，同时我们对风险管理十分看重。

毫无疑问，基本面分析（公司质量、价值和收入）、技术分析（趋势分析、投资者情绪和货币政策）和经济周期分析（经济的转折点）中都有一些因素可以帮助投资者的投资过程更顺利。我们把所有这些因素都看作投资组合风险管理的各个层面。我们不能确切地知道未来会给我们带来什么，然而，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过运用不同分析工具的组合，我们是有可能降低投资风险，同时提高投资回报的。

就我们的投资风格而言，我们不是短线的日间交易者，不是高频交易者，但我们也不是“买入并持有”策略的信奉者。我们的资产配置不是大多数财务顾问建议的被动型配置，我们采用的是动态的资产配置策略，具体的配置原则在很大程度上取决于我们处于那种典型的4～5年经济周期的哪个阶段。我们随着经济周期的节奏逐步和有条理地调整资产配置和重点投资的行业。随着市场环境的改变，我们的投资策略也有相应的改变。我们是基于对市场和经济的观察来判断各类资产类别的风险和收益特征，并以此做出资产配置的决策。传统的观点认为资产配置决策可以根据投资者的年龄来决定，譬如你是35岁，那你就还可以多冒一点险，因为假如失败，你还有时间东山再起。而我们的观点是，无论你是35、55还是75岁，你都不想在一个熊市中的股票上冒太多的险。即使你还年轻，还有足够的时间再把钱赚回来，你也不会愿意亏钱。长期性（非常长期的）和周期性的牛市和熊市并不会因为你的年龄就对你另眼相待。

我们花了些时间来回顾历史，从此前的长期性熊市中吸取教训，这些教训将有助于你对未来股票市场的状况有所准备。那么到底我们未来将会面临什么样的市场状况呢？基于对历史上长期性熊市的广泛研究，我们的看法是，投资者应该对股票市场出现另一个“失去的十年”要有心理准备，要看到未来的十年中有可能出现更频繁的经济衰退，而复苏的时间会更短、力度更小。实际上，我们认为未来的十年甚至会比已经过去的十年更艰难，因为我们的经济正面临一个新的威胁——通货膨胀！因为巨额政府债务有可能引发通货紧缩，这种情况可能不会马上出现，这一点我们会在本书第3章详细讨论。但是，我们感觉政府的政策正日益指向通过货币手段来解决所背负的巨额债务——对政治家而言，解决债务负担最简单的办法就是通货膨胀，或者说印钞票。第一次世界大战后，在德国的魏玛共和国时期，政府连续几年大肆印发钞票，最后德国的纸币几乎变成废纸。我们当然不是说美国也会出现这样

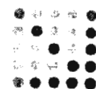
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的极端情况，但是我们应该知道通货膨胀相当于政府偷偷地对储蓄者征税，会严重影响到退休人群的生活质量。通货膨胀自 20 世纪 70 年代和 80 年代初期以后，就没有真正威胁过美国的投资者。但我们现在得警惕了。

面对未来的挑战，你准备得如何？如果你不但要面对一个股票市场的长期性熊市，而且还要同时面对一个债券市场新的长期性熊市，你该怎么办？如果通货膨胀和利率在下一个十年期间上升，那么债券的投资前景可能会像过去十年的股票市场一样糟糕。如果这两个市场同时面临一个充满挑战的、大幅波动的市场环境，你该怎么办？你如何才能做好充分的准备？你是准备成为市场的牺牲品还是想掌握自己投资的命运？

在你读完本书后，你将会掌握能够帮助你面对另一个失去的十年的关键工具和策略。本书将会讨论两种重要的策略：如何在周期性的熊市中保护你的资产，以及如何在周期性的上升中获得收益。我们始终强调的一点是重视风险管理工具的运用，这使得我们的投资组合无论在熊市周期还是牛市周期中首先能够得到保护，然后获得满意的回报。对于那些想对我们提出的策略进行更深入了解的读者，我们提供了详细的附录，在其中对关键问题进一步展开讨论。此外，我们的官方网站 www. pringturner. com 会定期提供我们当下的观点和有关图表的更新。同时，读者还可以在网站 www. mhprofessional. com/mediacenter/找到包括本书所有的图表、有用的链接以及讲解如何运用我们的经济周期分析方法进行投资的视频等各种丰富的资源。无论你是金融从业人员还是个人投资者，这本书对于帮助你在第二个失去的十年中生存和发展都有无可估量的指导意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



致 谢

Acknowledgments

很多人都对本书的顺利完成提供了不可或缺的帮助和启发。我们要特别感谢教育界的人士对本书思想上的影响，旧金山金门大学的教授 Henry “Hank” Pruden 博士。Hank 是一名资深教育家、技术分析的推崇者，正是他当年介绍马丁·普林格和乔·特纳认识，两人随后在 1988 年成立了普林格-特纳资本集团。Bruce Fraser 是我们另一个长期的朋友和顾问，他也是一名有着创新意识的教育家，他推动着我们在投资组合管理上精益求精。此外，我们要特别感谢 Robin Parker，他打开了我们的思路，使我们对自己在投资领域所做出的独特贡献有了更深的理解。

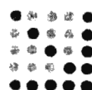
我们感谢道琼斯指数的研究人员，他们发现了马丁·普林格的经济周期研究，并证实了本书所讨论的普林格-特纳资本集团的投资策略。如果没有 Steven Malinsky、David Krein 和 Jeff Fernandez 所进行的深入研究，本书的某些章节是不可能写成的。道琼斯指数的团队在道琼斯-普林格经济周期指数的开发过程中发挥了重要作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们特别感谢道琼斯指数的 Richard Ciuba，他将我们介绍给在 AdvisorShares 工作的 Noah Hamman，而后者提出了建立一个基于我们的经济周期策略的主动型管理交易所交易基金的建议。我们期望能够向一直在寻找一种“全季节”投资工具的投资者和投资顾问提供道琼斯-普林格经济周期 ETF（代码 DBIZ）。

我们还要感谢麦格劳-希尔公司的编辑为本书的出版所付出的努力，特别是 Mary Glenn 和 Jane Palmieri 对我们在编辑过程中出现的种种问题的耐心和宽容。她们认真编辑我们的初稿，推动我们按时完成工作，最终使本书得以出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录
Contents

导论

致谢

第 1 章 为什么我们将面临第二个失去的十年 / / 1

两类经济转折点 / / 2

资本错误配置和经济衰退 / / 4

技术和房地产泡沫是本次长期性熊市的根源 / / 5

债务是一颗定时炸弹 / / 6

有没有解决方案？如果有，是什么？这对疲软的股市意味着什么 / / 11

第 2 章 什么是股市的长期性趋势，对投资者有什么意义 / / 17

什么是长期性和周期性趋势 / / 18

美国股票市场自 1800 年以来的长期性趋势 / / 22

长期性牛市和长期性熊市的特点 / / 25

第 3 章 是什么力量引发股票价格的长期性趋势？长期性趋势的转折点有什么特征 / / 28

长期性熊市的心理和结构特点 / / 29

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

估值和投资者情绪 / / 33
目前的长期性熊市还会持续多久 / / 37
商品价格趋势的不稳定带来的影响 / / 41
底部在哪里 / / 43

第 4 章 通货膨胀、通货膨胀、通货膨胀！
商品的长期性牛市早已开始 / / 46
通货膨胀：对投资组合征收的隐形税 / / 51
商品价格长期性趋势的特点 / / 52
抗通货膨胀资产的投资机会 / / 57

第 5 章 留心利率趋势出现向上的转折 / / 61
利率的长期上升趋势对投资者意味着什么 / / 65
识别信用市场长期趋势的反转 / / 68
大宗商品价格在长期下跌趋势的底部领先于债券收益率 / / 71
和通货膨胀/通货紧缩之间的关系 / / 72
结语 / / 74

第 6 章 经济周期概论 / / 81
什么是经济周期 / / 82
投资者该如何理解经济 / / 86
意识到经济周期的存在有何用处 / / 88

第 7 章 如何将经济周期用作投资债券、
股票和大宗商品的指路图 / / 92
经济周期的季节性特征 / / 93
6 个阶段 / / 94
概要 / / 96
根据经济周期不同阶段来调整资产配置 / / 99

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章 如何运用简单的指标来识别经济周期的阶段 // 104

一些背景因素 // 105

通过市场活动识别经济周期所处的阶段 // 107

结果 // 108

各阶段的行业表现 // 110

第 9 章 道琼斯-普林格经济周期指数

——史密斯夫妇需要的答案 // 114

构建指数的第 1 步：识别当下处于经济周期的哪个阶段 // 116

构建指数的第 2 步：按阶段进行资产配置 // 120

构建指数的第 3 步：股票市场的行业配置 // 121

指数和 ETF // 121

第 10 章 投资组合风险管理 // 128

风险和收益的判断 // 129

风险管理和“重大亏损法则” // 130

战术资产配置的重要作用 // 132

质量很重要 // 136

一个全面风险管理的流程 // 143

第 11 章 自己动手还是交给投资经理 // 146

保护你自己不受自己的伤害 // 148

寻找适合你的职业投资经理 // 150

怎样做一个好的客户 // 151

后 记 结论和资源 // 155

附录 A 股票市场长期趋势转折点处的其他信号 // 158

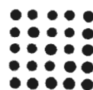
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 B 大宗商品市场长期性牛市的补充材料 / / 172

附录 C 全球视角下的股票市场长期性熊市 / / 179

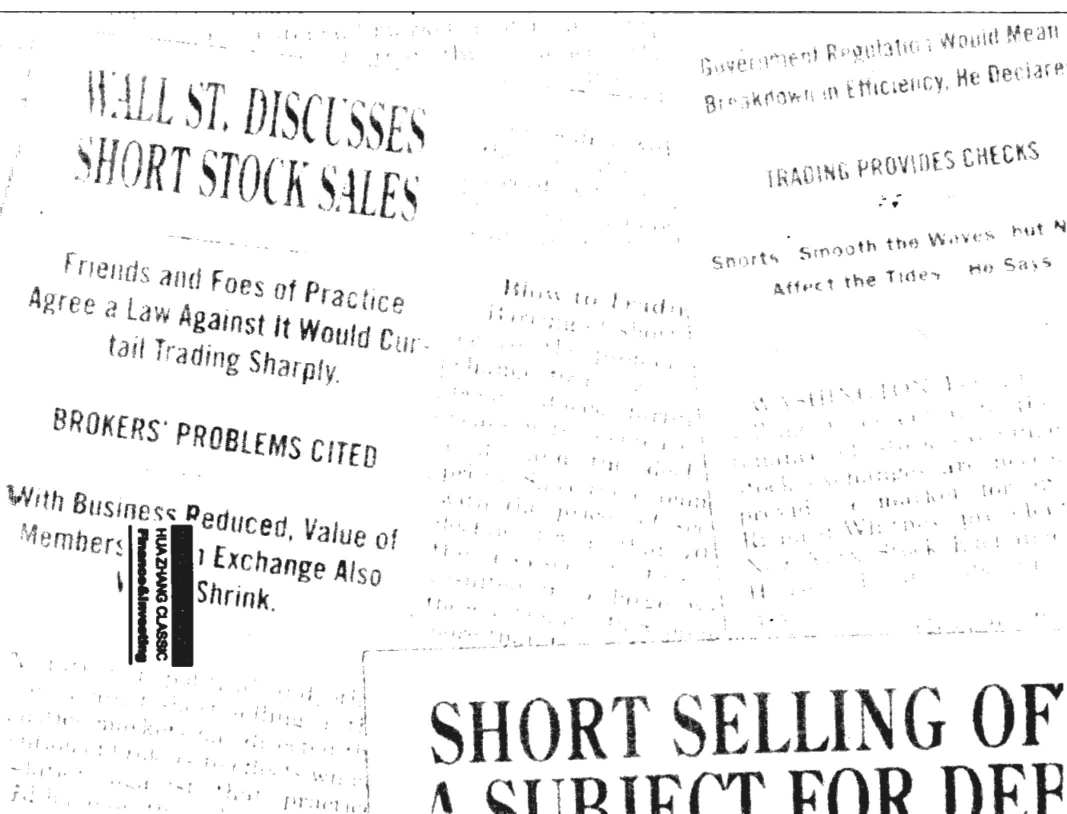
附录 D 基于经济周期的资产轮动指南 / / 191

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 1 章
Chapter 1

为什么我们将面临第二个失去的十年



WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members[illegible] Exchange Also [illegible] Shrink.

Government Regulation Would Mean Breakdown in Efficiency, He Declare[illegible]

TRADING PROVIDES CHECKS

Shorts "Smooth the Waves" but N[illegible] Affect the Tides," He Says

SHORT SELLING OF A SUBJECT FOR DEB[illegible]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1553年，简·格雷（Jane Grey）夫人在登上英格兰王位仅9天后就被废黜，这件事本身和本书将要讨论的如何在第二个失去的十年在股票市场上生存毫不相干，唯一的关联之处是1 553这个数字是美国标普500指数（S&P500）在2000年3月24日攀上的牛市最高点位，在此之前，美国股票市场经历了长达18年的牛市。此后，股票市场便进入了十余年的熊市阶段，被投资者称为“失去的十年”。在2000年初春，股票市场并没有什么不寻常的事件发生，没有人发出牛市将过去的警报，没有人意识到一个新的、更具挑战性的投资时代已经来临，没有券商将这个坏消息告诉投资者。市场和平常一样，静静地转入了一个熊市阶段，没有高音喇叭通知当时骄傲自满的投资者他们将面临一个痛苦的市场转变。

两类经济转折点

在美国经济发展历程中，金融恐慌、市场崩溃和银行倒闭引发的经济转折点屡见不鲜，在这些转折点后随之而来的就是经济萧条和经济衰退。但不是所有的经济转折点都是相同的，经济转折点大致可以分为两类，这两类转折点的市场反应有着巨大的不同。第一类是一般的经济周期的顶点，标志着一个典型的经济复苏已走到尽头，我们称为“周期性”转折点。随后的经济下行可能由多种因素引发，例如过多的存货需要出清和出乎投资者预料之外的利率上升。这类经济周期反转的主要特点是，经过短时期的阵痛和调整后，问题比较容易得到解决，我们称为普通的经济衰退。

第二类的转折点类似于2000年3月24日那个市场转折，这类转折点是经济或市场的结构出现了转折，因此带来的问题也更严重。这一类结构性的转折点和普通转折点的差别类似于心脏病手术和感冒之间的差别。感冒当然让人感觉不舒服，但不会持续太久，也不会留下后遗症。而心脏病手术会对身体造成巨大的创伤，并需要很长时间才能得到完全的恢复。随着时间的推移，除了手术刀留下的伤疤外，心脏病手术最终也不会给身体带来永久的伤害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种不经常发生的、长期性的转折点被称为“非周期性”的转折点。和接受了心脏手术的病人一样，经济最终会从长期性的衰退中恢复，但这需要数年甚至数十年和几个经济周期的时间。本章将描述引发这种结构性转折的经济和金融因素，并解释为什么我们相信下一个十年仍然会是一个失去的十年。

一般的周期性经济衰退通常是由存货调整引发的。在经济扩张进入后期的泡沫阶段时，公司根据近期的销售增长趋势来确定存货量的多少，预期销售会进一步增长。随后，销售额却出人意料地开始下滑。在一段时期内，公司无法及时消化前期建立的存货，出现负现金流，被迫暂时向银行贷款来弥补资金上的缺口。由于贷款需求增加，贷款的价格——利率上涨，利率的上涨又会引发整体经济的需求进一步下降。最后，过多的存货最终被消化掉，公司归还银行的贷款，经济开始进入下一轮复苏阶段。这只是一个简单化的解释，因为在现实中，经济衰退的原因可能是各种各样的。我们需要记住的是，一般的周期性经济衰退带来的阵痛持续时间相对较短，前期过多的存货被消化后即告结束。

发生于2000年3月的这类长期性转折点源于金融的过度扩张，这种不断的过度扩张使得经济经过多个周期的历程后出现巨大的扭曲，并最终到达一个转折点，这种情况下的一个共同问题是债务的过度扩张。随着经济的结构性问题的发展，要摆脱经济的困境就比一般的周期性衰退困难多了。19世纪初期开凿运河和19世纪中期修建铁路带来的经济过热就是长期性经济过热的两个典型例子。在这两个时期，交通运输手段的创新带动了一批合理的项目建设，这些项目有望在合理的时间给投资者带来可观的收益。但是，在随后的几个经济周期中，投资者变得越来越贪婪（因为投资回报很高），并丧失了应有的警惕性（因为出现亏损的风险显得很小，甚至不存在）。因此，产能和投资呈几何级数的增长，造成运河和铁路的大量建设。要消化过多的存货虽然短时间内比较痛苦，但相对还是比较简单的事情，如果要消化一条运河或铁路的投资就完全是另外一回事了，因为它们属于基础设施。这种大规模投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资带来的产能过剩只有在数十年后，当需求最终赶上供给的时候才能得以解决。同时，所有的大型基础设施建设都需要贷款，因此，在消化过量产能的阶段还涉及归还贷款或注销坏账。实际上，我们甚至可以说，所有长期经济萧条的根源都和银行不够审慎的过度贷款有关，无论贷款的对象是企业、个人还是房地产。

在上面讲到的运河和铁路过热的两个案例中，刚开始的投资是有效率的，但随着投资者预期经济繁荣的状况会一直持续下去，他们的投资就变得越来越投机，最终造成资本的错误配置。记住这个词——资本的错误配置，这就是现代长期性金融泡沫的关键。

资本错误配置和经济衰退

在任何经济体中，能够用于生产项目建设的资本量是有限的，资本市场在配置有限的资本上虽然不是完美的，但还是有效的。这是因为，在资本市场上，资本总是被吸引到能够获得风险调整后的最佳回报的地方。问题在于，当某类投资起初的回报很高的时候，就会鼓励大量的投资者进入，随着时间的推移，投资的传奇故事变得更加可信，加入这场投资盛宴的投资者也越来越多，投机的诱惑让人无法抗拒。没有什么比成功更吸引人的眼球，乐观的心态在投资者之间相互传染，但不幸的是，投资者的羊群行为会造成草率的决策。银行也争先恐后地为这些从没有考虑过投机狂热和泡沫破灭后的后果的投资者贷款。

关键的问题之一在于，这些过热的行业吸引了大量的资金，而这些资金如果配置在其他行业会更有效率。假如可供使用的资金无限量，这个问题就不存在，因为当泡沫行业破灭的时候，其他行业在充足资金的支持下可以带动经济继续前进。然而，在现实中，泡沫行业吞噬了市场上大部分的资金，其他需要资金的行业得不到投资。当泡沫破灭时，本来可以供其他行业使用的资金也灰飞烟灭，财富被摧毁，整个经济体变得更穷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技术和房地产泡沫是本次长期性熊市的根源

在2000年3月24日之后，总是朝前看的美国股市开始关注经济当下面临的长期结构性问题了。起初的问题是高技术泡沫，这是一个典型的资本错误配置的案例。你可能还记得当时几乎任何一个高科技新创企业都能获得一大笔投资。这些高科技企业拥有的只是某个未经证实的概念或想法，没有任何收入、现金流和赢利的记录。这种高科技企业上市后股价迅速上涨，更是为那些已经将投资常识抛在脑后的投资者增强了信心。

随后的高科技泡沫破灭只是结构性衰退的序曲。数年后，更多的资金被错误地配置，但这次是在房地产和建筑行业。在随后的数年中，购房按揭的条件越来越宽松，在某些情况下购房者甚至可以零首付按揭购房。之所以会出现这种情况是因为贷款机构认为房价不会下跌，只会继续上涨。的确，当时几乎每个人都认为房地产热会一直持续下去。银行也不想被竞争对手抛在后面，争相放低按揭门槛，加入到按揭和融资行业的竞争中去，进一步推动了房地产泡沫的膨胀。房地产泡沫的压力最终会体现在按揭放款上。一般情况下，贷款机构会严格审查借款人，以防贷款出现违约。因此，贷款机构为了自身的利益会去确认借款人是否符合条件。在本次房地产泡沫即将达到顶点之前，贷款机构将按揭打包证券化，然后将其转售给机构投资者的做法非常流行。这就意味着贷款机构严格审核借款者资格的压力相对减轻，因为按揭资产一旦被售出，贷款机构就不再对贷款的收回承担责任。更糟糕的是，贷款机构将资金借贷给一些它们知道今后会出现还款困难的购房者。因此，贷款机构通过提高利息和增加其他对按揭购房者不利的条款来弥补它们承担的额外风险。这种贷款就被称为次级贷款，因为其信用等级较低。次级贷款占全美按揭总额的比例从2004年的8%飙升到2006年的20%。

宽松的贷款条件会带来两个后果：首先，由于有“资格”按揭和愿意购房人多了，会刺激建筑商修建更多的房子——这是一个典型的资金错误配置

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的案例。其次，当人们认为不可能发生的事情确实发生，房价出现下跌时，很多按揭购房的家庭破产，房屋被贷款机构收走拍卖。对于那些有能力继续支付按揭的购房者来说，这意味着他们在房子上的投资被套牢，只有苦等房价慢慢地回升。

债务是一颗定时炸弹

在解决了互联网泡沫破灭后的负担、房地产价格下跌带来的负面影响以及众多房屋可能被贷款机构收走拍卖等问题后，美国经济仍然面临一个严重得多的考验，问题同样源于贷款机构。这次，随着越来越多的资金被错误地配置到经济中效率低下的行业，出问题的是联邦政府。

这里，我们有必要先回顾一下历史。在第二次世界大战期间和战后的随后数年，美国民众对经济状况非常谨慎，时刻担心会再来一次大萧条。因此，那段时期的储蓄率比较高，同时，随着战争的结束和社会生活恢复正常，联邦政府的公共债务开始下降。此外，当时金融系统的流动性达到了一个极高的水平，美国的财政收支状况处于历史上最好的时期之一。不幸的是，好景不长。

随着美国卷入越战和“伟大社会”[⊖] 的到来，美国政府的开支在 20 世纪 60 年代迅速增加。一般情况下，政府需要在“枪炮和奶油”之间权衡公共开支，但这一次，政客们既要更多的枪炮，也要更多的奶油，因此挪用款项，不断增加开支。这在当时不仅是某政党的政策，而是民主党和共和党共同的做法，两党当政时都奉行了赤字的财政政策。一时的财政赤字不一定就是坏事，正如一个人如果在有归还能力的前提下偶尔向别人借一次钱未必有什么不妥。但是美国政府以及很多其他国家政府的问题在于：钱借得太多，到了失控的地步。情况虽然还没有到无可挽回的地步，但已经非常接近了。图 1-1 显示了美国的债务占其 GDP 的比例。

⊖ 伟大社会（Great Society），美国前总统约翰逊提出的社会福利计划。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

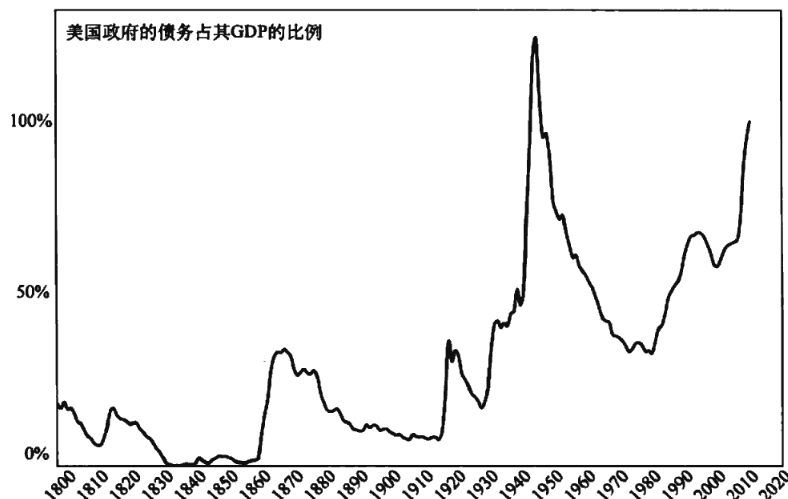


图 1-1 美国政府的债务占其 GDP 的比例（1800～2011 年）

注：当前美国政府的债务占其 GDP 的比例处于一个令人不安的高水平，这将阻碍未来美国经济的增长。

资料来源：treasurydirect. gov.

换句话说，政府债务占 GDP 的比例目前大概在 100% 左右。如果将非政府部门的债务包括进来，那么这个比例还要高很多（见图 1-2），但应该是已经到最高点了。

请记住，债务的累积相当于将未来的财富借来用于现在消费。如果是因为投资而举债，比如投资工厂或设备，也会产生和举债消费一样的债务。但两者间的巨大区别在于，投资能在未来带来产出。政府的绝大部分债务不是为了生产，而是为了当下的消费，所以在消费发生之后，并没有新生产出来的东西来冲抵债务。当政府债务不断累积，达到某个水平时，就会拖累经济的发展。在卡门·莱因哈特（Carmen Reinhart）和肯尼斯·罗格夫（Kenneth Rogoff）所著的《这次不一样》（*This Time Is Different*）一书[⊖]中，作者估计任

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 1-2 美国的债务（公债和私债之和）占其 GDP 的比例（1800～2011 年）

注：当前美国的债务（公债和私债）去杠杆化的过程已经开始，这将在未来数年抑制美国的经济增长。

资料来源：economagic. com.

何国家如果政府债务达到 GDP 的 90%，这种情况就会发生。该书显示，当政府债务超过该水平时，“经济增速的中位数会下降一个百分点，而经济增速的平均数下降的幅度更大。”在表 1-1 中，我们提供了几个主要工业化国家的政府债务、企业债务和家庭债务占该国 GDP 的比例，从表中的数据来看，情况并不美妙，美国、德国、意大利和日本的政府债务占 GDP 的比例要么接近要么超过了 90% 的警戒线。

表 1-1 政府、公司和家庭债务占 GDP 的比例（%）

债务类别	美国	德国	意大利	日本
政府	97	77	129	213
非金融性公司	76	100	128	161
家庭	75	64	53	82
占 GDP 的比例	248	241	310	456

注：很多发达经济体都面临债务过高的困境，这个结构性的问题需要若干个经济周期才能得以修正。

资料来源：BIS Eurostat.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国债务时钟网站（见图 1-3）提供了比表 1-1 更新的数据。图 1-3 显示了 2012 年 1 月美国政府债务的情况，我们可以看到该数据已经超过了 15 万亿美元。

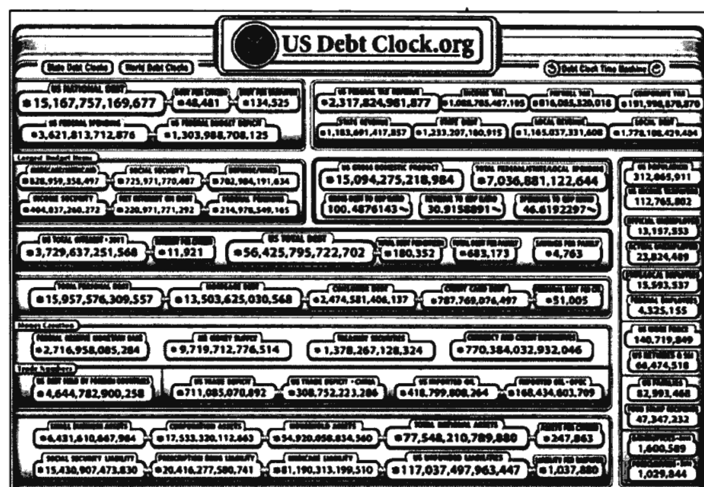


图 1-3　美国债务时钟（2012 年 1 月）

注：美国债务时钟显示了美国负债水平过高，无法持续，迟早必须找到一个根本的解决方法。

资料来源：usdebtclock. org.

如果从人均负债这个角度来看，问题会变得更清楚。简单地说，如果你是美国公民，分摊到你头上的政府债务超过了 48 400 美元。然而不是所有的美国公民都在缴纳税收，所以每个纳税的美国人实际分摊了 134 500 美元。根据债务时钟网站的数据，还有更令人不安的消息：如果把州政府和地方政府、企业、住房按揭、信用卡和消费信用的债务考虑进来，那么美国的债务总额高达 56.4 万亿美元，换句话说，每个男人、女人和孩子平均承担了 180 300 美元的债务。这就是我们今天面临的问题——债务太高了。在你读到本书的时候，我们这里提供的数据都又过时了。当然，公正起见，我们也要考虑我们拥有的资产，平均到每个美国人这个数字是 247 000 美元。但是，如果你真是想玩数字游戏，就无资金准备的负债而言（unfunded liabilities），平均每个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国人分摊的金额高达 1 037 882 美元。

凯恩斯主义从 20 世纪 40 年代起在经济学家和政府官员中有着广泛的信徒，凯恩斯主义认为政府应该在经济衰退的时候执行赤字的财政政策，在经济繁荣的时候执行盈余的财政政策。经济繁荣的时候，政府的财政盈余应该用于偿付经济衰退时欠下的债务，这样才能保证政府财政长期的平衡和健康。政治家往往只将凯恩斯理论的前半部分记在心上，而忽略了更重要的后半部分。

举债和吸毒有类似之处：一个人吸毒的历史越长，为了到达某个兴奋程度需要吸食的毒品量就越大，当他想或被迫戒毒时出现的不适症状也就越严重。吸毒遵循边际效用递减的规律，举债也是这样。例如，你想通过举债 1 美元来达到让 GDP 增加 1% 的目的，这本身没有什么大错。然而，随着债务的增加，要使 GDP 增加 1% 所需要投入的钱越来越多。我们最近的数据显示，目前要让 GDP 增加 1 美元，需要为此举债 6 美元。因此，通过举债来刺激经济增长的边际效用已经走到了尽头。

一个国家的债务数额巨大，牵涉复杂，不易理解，为了说明问题，我们举一个简单的例子。我们假设史密斯一家人管理家庭收支和联邦政府管理美国政府的收支并无本质上的不同，无非就是在金额上少了若干个零。通过家庭收支的例子，我们就可以更真切地认识到政府在财政上的管理失误。假设史密斯一家在过去的一年中收入为 23 178 美元（对应政府的财政收入），支出为 36 218 美元。多支出的 13 040 美元（对应政府的财政赤字）是用信用卡支付的，而该信用卡上累计未偿还的金额已达到 151 678 美元（对应政府债务总额），相当于史密斯一家年收入的近 7 倍。你是否认为史密斯一家面临严重的债务问题？显然是这样！目前利率处于低水平，但是如果利率上涨几个百分点会对史密斯一家的债务带来什么样的影响？如果利率从目前历史的低点稍稍上升 2 ~ 3 个百分点，史密斯一家的债务就会很容易每年增加 3 000 ~ 4 000美元。如果考虑到复利的效果，他们的债务还会增加得更快。现在，我们在这些数字后面加 8 个零，我们谈论的就不是数万美元，而是数万亿美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可以看出美国政府在打理美国这个大家庭的收支是多么不负责任！史密斯一家面临的处境不美妙，美国政府面临的处境同样也不美妙。债务如此增长显然是不可持续的，政府迟早需要正视这个问题，找出一个解决方案。

如果你想知道未来可能出现什么样的情况，美国债务时钟为你提供了一些可供参考的数据（见表1-2）。

表1-2 美国联邦政府债务

年	债务（万亿美元）	年增长率（%）
2000	5.8	—
2004	7.0	4.8
2008	9.3	7.4
2012	15.2	13.1
2015①	23.9①	16.3

注：1. 美国联邦政府的债务表现出加速增长的趋势，在未来的十年，政府必须找到走出这个困境的方案。
① 根据目前趋势的估算值。
资料来源：usdebtclock.org.

观察表1-2，我们可以注意到两点问题：首先，债务总额在不断增长；其次，增长的速度越来越快。美国联邦政府的债务在2000～2004年间以4.8%的年均速度增长，在2005～2012年年增长速度上升到13.1%，预计在2012～2015年政府债务的年增速将达到16.3%。我们正在一条通往灾难的路上前进。在某一点上，政府债务的增长最终会无法持续。这好似一辆不断加速的汽车，如果我们不踩刹车或将脚从油门上移开，这辆车肯定会撞毁。对于一个靠不断增加政府债务来支撑的经济，情况也是一样。

有没有解决方案？如果有，是什么？这对疲软的股市意味着什么

对于政府所面临的债务问题，实际上可以通过三种途径解决，每种解决方法都会给自2000年3月24日起步入熊市的股票市场带来深远的影响。第一种解决的方法是大幅降低政府预算赤字，这可以通过提高政府税收或削减政府开支或双管齐下加以实现。由于政府债务在2012年年初已达到1.5万亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，对于如此庞大的债务规模，即使仅仅降低30%～50%都会是极端痛苦的事情，无疑会对当下的经济增长带来巨大的负面影响。但是，这样做对经济发展的长远影响却是正面的，因为这将把资源从效率较低的公共部门重新配置到效率较高的私人部门。第二个解决方法是政府对部分债务进行注销或违约，但这样做会威胁到美国国债的信用等级，该信用等级已经从AAA级被降低到AA级。如果美国政府注销任何美国国债，那么这有可能使美国国债的信用等级直接降到垃圾债券，国债的利率也会相应地飙升到垃圾债券的利率水平。美国国债信用等级大幅调低带来的一系列后果和给债权人带来的巨大损失肯定会给经济带来灾难性的影响。第三个解决方法，这也是目前面临债务困境的政府用得最多的办法，就是开动印钞机，通过印发更多的钞票，制造通货膨胀，从而达到降低债务负担的目的。你将在本书的随后章节看到，周期性熊市的特点之一就是通货膨胀和物价的不稳定。如果政府通过通货膨胀来解决债务问题，我们几乎肯定美元的购买力和大多数权益资产的价值会出现问题乃至大幅下跌。

最后一个出路是通过经济增长来摆脱债务困境。经济增长是增加税收的另一条途径，同时也是一条非常良性的途径。在这种情况下，民众不是因为税率增加而不得不交纳更多的税，而是因为收入增加了。虽然交纳的税多了，但税后的所得也更多。这样就实现了政府和纳税人的双赢。那么，如何才能实现通过经济增长来摆脱债务困境？

首先，政府需要立刻采取措施来提振民众的信心，因为只有民众有了信心，他们才会更愿意消费和投资。为此，政府应该制订一个约束政府开支的计划。在政府那里，削减开支仅仅意味着支出增速减缓，而我们所说的削减开支是指支出减少。华盛顿需要实实在在地减少支出。其他显而易见需要采取的措施还包括废除那些不必要和成本高昂的政府管制。例如，政府应该放松对石油和天然气开采的管制，放开对电信业带宽的限制，放松或废除对符合条件的外国人移民美国的限制，欢迎创办英特尔那样的企业的创业者到美国来，欢迎那些能增加成千上万个工作机会的公司到美国来。纽约正在迅速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失去其作为全球金融中心的绝对优势地位。虽然这部分是由于世界的经济中心逐步向亚洲转移，但美国政府制定的一些用意虽好但伤害到就业机会的政策也推动了这个过程，比如说旨在加强对上市公司进行监管的《萨班斯-奥克斯利法案》（Sarbanes-Oxley）和旨在加强对金融业进行监管的《多德-弗兰克法案》（Dodd Frank）。我们应该保留这些法案的合理部分，废除其中不合理的部分。资本总是流向对它态度最好的地方。

最重要的是，我们需要回到如何解决资本被错误配置这个问题上。我们有理由认为造成资本配置效率低下的最重要的原因在于税收法则。来自企业或行业的说客通过为政府官员在竞选时提供捐款来换取在税收激励或免除条款中对他们有利的规定。这样做的结果是税收条款变得不必要的复杂，资源的配置被扭曲。这好似在一片肥沃的土地边上筑起一道水坝，用于灌溉农作物的水时有时无，而水坝的主人却可以在上游形成的深湖中游泳、垂钓和划船。将水坝拆除，让上游的水能自由地流进下游的灌溉沟渠可能会损害水坝主人的利益，但这样做能提高下游农产品的产量，对大多数人是有利的。

税收法则的不断变动增加了不确定性，使得企业无法制订有效的生产计划。未来总是不确定的，但为什么我们不能通过改革税收法则，逐步废除税收漏洞和税收支出来减小这种不确定性，同时降低税率呢？税收改革的对象既包括公司税则，也包括个人税则。该法案还应该包括这么一个条款，即对税则的任何修正都必须在参众两院同时获得 2/3 的通过。另外一个思路是，如果公司采纳了经过政府批准的利润分配计划，那么该公司纳税时就可以适用较低的税率。这种利润分配计划的原则之一就是限制公司高管人员和普通员工之间的薪酬差距。另一个原则是尽量保护普通股东的利益免受公司管理层利己行为的伤害。每个人都可以从这样的安排中受益：股东、工人和管理层。此外，这样做还有利于增加社会的公平和公正。大多数这样的举措只需要常识就能想到，但不幸的是，这正是我们的政治家所缺乏的东西。

当然，并不是说现实中没有令人鼓舞的动向，在随后的十年中还是会出现一些有利的变化。我们前面提到高科技泡沫的兴起和破灭，以及债务呈指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数式增长，但呈指数式增长的还有其他领域，那就是技术的发展。摩尔定律认为，从计算机硬件发展的长期趋势来看，当价格不变时，集成电路上可容纳的晶体管数目，约每隔18个月便会增加一倍，性能也将提升一倍。未来学家雷·库兹韦尔（Ray Kurzweil）在其所著的《奇点临近》（*The Singularity Is Near*）（2005，Viking）[⊖]一书中将此称为“加速报偿法则”，并指出该原则适用于许多不同的技术领域。他认为，随着技术进步的步伐不断加快，在不久的将来，计算机将能够全面拥有人的大脑智能。在《奇点临近》中，他描述了这样一个时代的到来：我们的智能对身体的依赖程度越来越小，而我们通过技术手段获得的智能却呈万亿倍的增长。这里又用到“万亿”这个词，但这次带来的是鼓舞人心的信息。例如，纳米技术的发展使得我们将来有可能通过廉价的信息过程制造几乎任何我们需要的物质产品，因此生产率提高的前景是无止境的。如果你怀疑这一点，我们来看一个例子：从19世纪末发明电话到电话的普及使用花了50年的时间，到了20世纪末，手机从发明到普及使用仅花了不到十年时间。这种指数式的技术飞跃的类似例子还有很多。

设想一下，当最新的技术用于人类基因图谱的研究后给医疗技术进步带来的巨大推动，现在很多令人闻之色变的疾病将来都能被治愈。

也许最激动人心的领域是在能源行业，目前该行业已经出现了像水平钻井和水力压裂法（一种优化石油和天然气开采的技术）这样的技术进步。这些技术进步无疑正在改变整个行业的格局，使得美国在北达科他州广阔的巴肯油页岩地质构造区的石油开采得以持续、爆发式的增长。大陆资源公司（Continental Resources），该地区最大的开采权持有者和最活跃的石油开采企业，在2011年1月宣布该地区将是全球近30年或40年来发现的最大的陆上油田，最终探明的石油可开采量将达到240亿桶，如此丰富的石油资源使得北达科他州的石油总产量已经超过欧佩克成员国厄瓜多尔。此外，据全球著名投行高盛估计，到2017年，美国将从目前位居俄罗斯和沙特阿拉伯之后的

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球第三大产油国位置跃居全球最大的产油国。

我们这里想说的并不是我们可以完全忽略当前的金融问题，我们想说的是在通往未来的路上也有很多令人鼓舞的前景。在很多领域内，技术发展正在到达“曲线的拐点”，即未来指数式飞跃增长的爆发点。库兹韦尔认为这种爆发离我们现在已经不远了。也许从时间点来说，还没有近到可以阻止第二个失去的十年的到来，但它们可能会及时出现，开启股市下一轮的大牛市。

对金融发展历史的认识、当下权益资产和固定收益资产的价格虚高状况以及未来如何解决盘旋上升的债务问题，这三个方面共同决定了我们的投资观。将来对债务问题的解决不会是一个无痛的过程。但经济发展的历程不会因为金融市场暂时的倒退而停止——哪怕是 10 年或者 20 年的倒退。当股票市场认识到债务问题的解决方案，并做出相应的调整，同时市场的估值也变得足够低时，我们就将迎来下一个大牛市。这个大牛市将会及时到来，引领我们进入未来金融市场的黄金时代，这个时代将会弥补投资者在此前股市失去的 20 年中遭受的生活水平停滞不前的损失。本书将教会你如何在下一个失去的十年中生存下来，保持你的金融健康水平，准备好享受未来将会拥有的更多的财富、更好的健康水平和更多的幸福。好好地投资！



要点

1. 典型的周期性经济衰退是在矫正之前经济过度扩张带来的过剩，长期性的熊市则是在矫正更深层次的**结构性**过剩。
2. 资源的错误配置（如房地产过度投资）是长期性熊市产生的根源。
3. 债务的去杠杆化过程最终意味着我们将面临数年的经济增长速度下滑以及更多和更深的经济衰退。
4. 预算和债务问题是有解决方法的，但这需要政治决心，如果没有政治决心，这些问题终会给我们带来大麻烦。
5. 美国在创新、技术突破和锲而不舍上有着辉煌的历史，这些特点使我们的生活水平越来越高，我们目前所处的时期也仍然是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

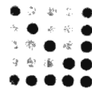


史密斯夫妇的疑问

问：在所描述的这些激动人心的事情发生前，我们当下该如何有效地投资?

答：方法之一是遵循我们在本书随后章节将要讨论的原则。首先我们需要认识到我们目前面临的是结构性问题，不要轻易被你周边的人或媒体迷惑而产生虚假的安全感。在投资中，预期是一个非常重要的因素，因此，如果股票和债券的收益在一个5~10年的期间内有可能低于正常水平，你可以改变你的投资策略来应对这种大环境。从历史经验来看，一个长期性的熊市期间都会有一个1~3年的反弹上涨期，或者说周期性的牛市，这为投资者提供了很大的投资机会。但不要忘记，市场仍处于一个长期性熊市中，最终还是要回到下降通道中去。因此，在市场不好的时候要有一个深思熟虑的防御性投资计划，这对保存你的资本实力至关重要。没有人能够准确预测目前的长期性熊市什么时候能结束，但在本书的第3章和附录A中，我们将会提供一些以前的熊市结束时的特征供读者参考。我们强烈建议在看到这些结束时的信号之前，你最好还是认为市场仍处于熊市之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 2 章
Chapter 2

什么是股市的长期性趋势，对投资者有什么意义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在最近40年，大多数投资者的投资期大大缩短。出现这种情况的根本原因在于计算机的广泛运用和互联网上大量可以轻易获取的即时信息分析和数据。资讯技术的发展可能会使我们觉得对股票市场的行情了如指掌，一切均在自己掌控之中。但说到投资者的业绩，情况却不太乐观。一些投资者时刻盯着新闻页面和股市行情，不断受到刺激，情绪起伏不定，影响到投资业绩。这样的结果是：投资者更多的是基于"膝跳反射"般的反应做出主观的判断，而成功的投资者的投资决策却要客观得多。

"盯屏"一族的另外一个问题就是失去了自己的独立判断能力。一个有经验的登山者绝不会考虑在冬天来临之际去攀登珠穆朗玛峰，因为他们知道恶劣的天气会给他们带来致命的危险。在这个例子里，他们的决策过程依赖于他们对四季天气变化的认识。但是，你会惊讶地看到如此多的投资者在大熊市来临之际却将自己暴露在股市的风险面前。他们之所以这样做是因为他们选择性地忽略了对市场长期走势的判断。在熊市中购买股票如同逆水行舟，理论上是可行的，但这得花费很大的力气，往往事倍功半。每周7天，每天24小时的商业新闻媒体对短期交易策略津津乐道，几乎已经完全忽略了股市的长期走势。类似的，今天的投资者在相当程度上丧失了把握市场长期走势的能力。在本章中，我们将分析一些非常长期的图形，更好地理解这些图形能够为我们提供的视野，争取打破当下盛行的短期分析模式。

什么是长期性和周期性趋势

我们承诺让本书的内容不要太技术化和乏味，但我们仍然需要在开始的时候下几个定义，以便读者能更好地理解本书随后将要讨论的内容。首先，**趋势**是指某个时间段，在该区间内，价格变动虽然没有规律，但有一个总体的方向。那种围绕4~5年长的经济周期展开的趋势被称为**周期性趋势**。当人们说到"牛市"和"熊市"或者"**基本趋势**"时，他们一般就是在说这种周期性的波动。长期性趋势的时间跨度很长，包含了若干个经济周期。**长期性**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋势既可以是上升的，也可以是下跌的，一般平均长达20年。然而，也有一些长期性趋势短到仅有10余年，而另一些则可长达40年及以上。股票、债券和商品市场都有长期性趋势，我们这里先看看股票市场的非周期性趋势，债券和商品市场留在后面的章节里讨论。

从股市发展的整体历史来看，股价是呈上升的趋势，这一点是毫无疑问的，我们这里不再讨论。然而，从有记录的金融历史来看，对于美国股票市场来说这大约始于1800年，股票价格的走势就在长期性的牛市和熊市之间转换。在这个意义上，“长期性”是指跨越数个经济周期的非常长的价格趋势。

在进一步讨论之前，我们先说明一下什么是“经济周期”，因为我们不断地用到这个词。经济周期是指通常4～5年一个周期的正常的经济涨落，反映了经济活动的水平在增长和收缩之间不断地波动。从本质上来看，经济周期是市场心理的反映——投资者的心理在谨慎、乐观、贪婪和恐惧之间变换。图2-1描绘了一个典型的经济周期，该周期始于经济复苏，然后经济增长不断加速，经济活动的水平达到一个顶峰。此后，经济增长速度下降，并随后导致经济收缩，如果严重的话，经济又会回到衰退中。历史显示，这样的周期平均每4～5年重复一次，从1854年算起，所有的经济周期的平均长度大约为55个月。

如果你曾经在建筑、汽车或任何其他的重型制造行业工作过，你可能会记得经济的这种周期性的涨落对你所从事的行业的影响，你对经济周期会有真切的个人体验。但是，对于那些在医疗保健、公用事业和政府部门工作的人来说，他们对经济每4～5年重复的一次正常波动就没有太多的个人体验。对于后一类人来说，他们可能就得额外花一点时间来充分理解经济周期给他们的日常生活和投资组合带来的影响。在随后的章节中，我们不仅要分析经济周期对投资活动的影响，同时也要讨论对我们日常生活的很多其他方面的影响。这包括什么时候该买车、什么时候该转按揭贷款以及是否应该进行业务扩张等。现在，你需要理解的要点就是股票市场长期性的牛市和熊市是由一系列的4～5年长的经济周期构成的。图2-2显示了经济周期的引发的股价变动是如何围绕这些非常长的长期性趋势波动的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

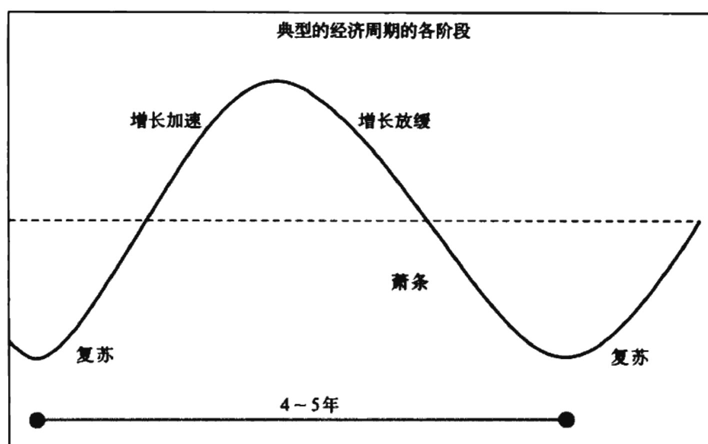


图 2-1 经济周期的各阶段

注：经济周期各阶段重复性的涨落反映了经济的不断波动。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

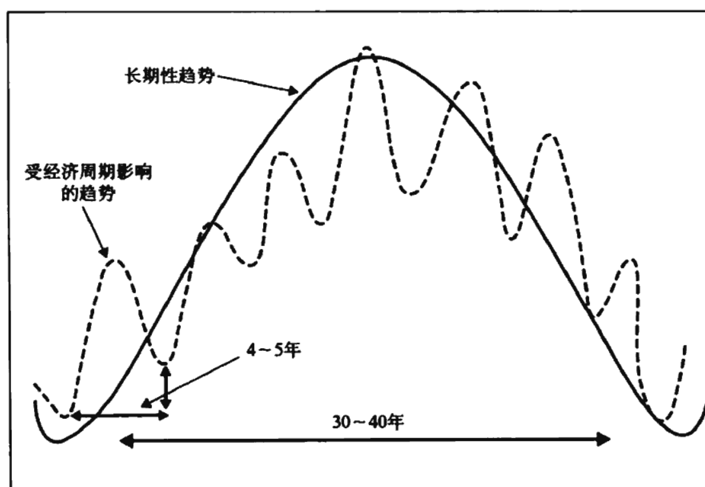


图 2-2 经济周期如何构成长期性趋势

注：一个长期性的趋势是由一系列的经济周期构成，这种长期性趋势决定了股票市场的长期表现。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了理解长期性的牛市和熊市的区别，让我们回到史密斯一家的例子上。如我们前面提到的，长期性趋势常常持续20年或者更长。由于市场是在长期性牛市和熊市之间转换，大多数投资者在其40～50年的投资生涯中两种市场都能经历到。一个典型的投资者在其投资生涯中会包括两个阶段：首先，40～65岁期间的财富“积累期”，投资者通过储蓄等形式积累资产；第二阶段是退休后65～90岁期间的财富“消耗期”，在此期间退休前积累的财富被消费掉。和很多其他的夫妇一样，史密斯夫妇在20世纪八九十年代传奇般的长期性牛市中积累了可观的财富。在这20年期间，他们的401（k）和其他雇主发起的养老金计划得到了稳定的现金流入，并获得了高于平均回报的两位数的投资收益，这使得他们退休账户上的金额相对顺利地不断增加。同时，他们还把收入的一部分进行基金定投，使他们的投资最大限度地获得成本平均策略的好处。其间也出现过市场下跌，但下跌的力度都相对比较缓和，而后市场又迅速收复失地并创出新高。回过头来看，我们可以说他们在财富积累期获得的成功很大程度上得益于他们正好遇到了一个长期性的牛市市场环境。要是这样的正面市场环境能够一直持续下去就好了。但是，历史告诉我们，我们不能指望这样的上升趋势无止境地延伸到未来。

在现实中，股票市场的长期性牛市和熊市大约每20年就转换一次。在这两种不同的市场状况下，投资者必须具有完全不同的投资理念和投资计划才能获得成功。实际情况是，在这两种市场状况的重要转折点，很多投资者对即将到来的新的市场状况没有准备，投资因此蒙受损失。本书的目的之一就是为你提供有效的投资分析工具，帮助你识别长期性趋势的方向，从而使你能够制定出合适的投资策略，无论市场状况如何，你都能够生存和发展。理解当下的长期性环境对于你作为投资者最后是成功还是失败至关重要，而我们相信很多投资者在投资决策中根本就没有考虑过长期趋势。

了解市场当下所处的长期性趋势的方向非常重要，因为**长期性趋势决定了周期性趋势的特点**，正如一个地方的总体气候决定了四季的特点。蒙特利尔和迈阿密一年都有四季，但是两地不同的气候环境决定了它们冬天的寒冷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程度相差甚远。金融市场也是如此。记住，长期性牛市的上升浪会把所有的船都抬起来，所以即使投资者犯了错误，也会很快得以解套。相反，在一个长期性熊市中，那些奉行购买并持有策略的投资者也许短时间内会被看作英雄，但最终会成为没有穿衣服的皇帝。

冒险的投资策略在长期性牛市中也许会给投资者带来丰厚的回报，但在一个长期性熊市中，一个谨慎的防御性投资策略让你能够保存自己的购买力。这是因为在一个上升的长期性趋势中，牛市的周期性趋势一般会持续更久、力度更大，而熊市的周期性趋势一般比较短，下跌幅度也比较小。在一个长期性的熊市中情况则相反，周期性牛市一般持续时间短，上升空间有限，而周期性熊市则严重得多。

你会注意到我们用了“一般”这个词，这是因为大多数时间都是这种情况。但是，市场更多地是由投资者的心理，而非基本面驱动的。因此，人类的心理活动对金融市场的影响远远大于多数人的想象。

在一个长期性趋势中投资如同行船。在一个长期性的牛市中，你的投资是顺风的，要不前进都困难。相反，在一个长期性的熊市中，你的投资是逆风而行，前进起来就要困难多了。在行船时，即使遇到逆风你还是有可能通过换抢航行到达终点，但这是一个非常艰巨的任务，要求驾驶者具备一定的技能水平。在一个长期性的熊市中，投资管理者需要的技能是战术轮换策略以及随着趋势所处的阶段配置不同的资产。这可能听起来有点拗口，但我们在随后关于如何运用经济周期分析来进行投资管理的章节中将会详细讨论这一点。

美国股票市场自1800年以来的长期性趋势

俗话说一张图能抵得上千言万语，我们相信一张精挑细选的图抵得上1 000张普通的图。图2-3显示了美国股市自1800年以来的走势，图中实线箭头和虚线箭头大致描绘了美国股市名义市场指数变化的长期性趋势，即没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑通货膨胀的影响。

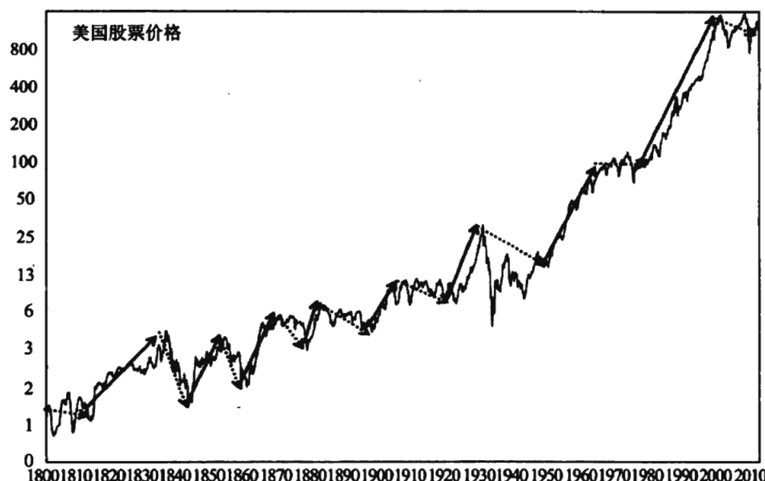


图 2-3 美国股票价格（1926 年后以标普成分股指数衡量）（1800～2011 年）

注：从长期来看，股票价格是往上走的，但是长达 20 年或更长的长期性牛市和熊市会交替出现。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

从很长的历史来看，股票价格无疑是在上涨的。从图 2-3 来看，信奉购买并持有策略的人会说，投资者需要做的唯一的事情就是购买并等待股价最终走出长期上涨的趋势。确实是这样，但前提是你得活得足够久，并能坚持到下一个长期性牛市。

如果我们仔细观察图 2-3，我们会发现有几个长期性趋势的转折点可能和实际情况不太一致。比如图中把 1949 年作为从长期性熊市向长期性牛市的转折点，而实际的市场低点是在 1932 年。对此我们在后面会给出解释。可能还有一些人会质疑我们把 1900～1921 年和 1966～1982 年描绘成“熊市”，而从图中看，这两段期间内市场并没有下跌多少。在随后的部分中，当我们用通货膨胀调整后的视角来看待这些时期的时候，答案就会变得很清楚了。

为什么通货膨胀很重要？这是因为通货膨胀是偷偷地对我们的财富征税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从一个投资者的长期视角来看，真实购买力比名义上的价格更重要。如果投资组合中的股票价格上升了15%，但同期的通货膨胀率高达20%，那么投资组合能够购买的物品的数量实际上下降了5%，这还没有考虑你的名义回报应该交纳的所得税。通货膨胀会吞噬你投资的收益。由于通货膨胀会使得财富的真实购买力下降，所以在考虑到长期性的趋势时，我们选择用通货膨胀调整后的数据来比较股票价格的变化。另外一个原因是：通货膨胀调整后的价格能让我们更容易识别长期的市场波动趋势。图2-4显示了自1870年以来通货膨胀调整后的美国股票市场的走势，观察该图后，你可以很快认识到**通货膨胀和长期性熊市会给一个投资组合的购买力带来多大的损失。**

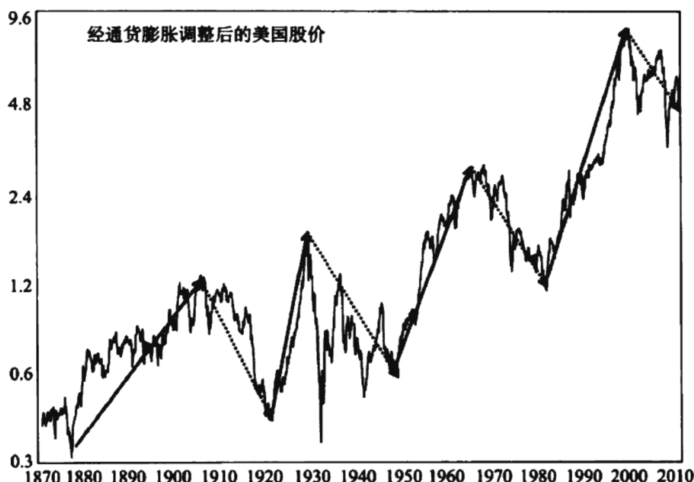


图2-4 通货膨胀调整后的美国股市走势（标普指数）（1870～2011年）

注：通货膨胀调整后，股市的长期性上升区间和长期性下跌区间就更容易识别了。现在，我们正处于1870年以来第4个长期性熊市的中间。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

现在，长期性的牛市和熊市趋势就非常明显了，图2-4清楚地显示了1900～1921年和1966～1982年这两个阶段对于股票投资者来说确实是一个悲剧，因为这两段时间的投资收益在考虑了同期的通货膨胀之后亏损严重。请

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意，在图2-4中，第4个长期性的熊市从2000年开始。到2012年年初，该熊市已持续了12年。从历史来看，此前美国股市长期性熊市的平均长度约为19年，那么我们可以预期在21世纪的第二个十年，美国股市还会出现更多的下跌。

长期性牛市和长期性熊市的特点

在下一章，我们将会分析股票市场出现长期性趋势转折点时有什么征兆。但在此之前，我们有必要先详细地讨论一下上升的长期性趋势和下跌的长期性趋势各自的特点。长期性牛市人人都喜欢，因为这种市场中的下跌时间短、幅度浅，市场会不断创出新高。这种市场特点使投资者坚信上涨的潮水会把所有的船都抬起来，在实际投资中，这意味着即使投资者不断出现判断失误，也会被市场上涨的浪潮所挽救。其结果是，随着漫长的上升趋势的展开，市场的信心越来越强，最后在趋势的顶点处投资者变得过分自信。在顶点处，投资者都认为自己是投资天才。想一想当你万事如意时的心理状态。你就会明白为什么在上升趋势开始阶段被认为是不负责任和草率的投资决策，在长期性牛市的成熟阶段却变得完全可以被人接受，甚至被人称赞。在此前的长期性熊市中付出了巨大的代价后总结出来的谨慎投资的原则，现在被投资者甩到一边，他们拥抱的是新时代的新思维："时代不一样了。"

在长期性熊市中，股票市场随着一系列经济周期而起伏形成的波峰和波谷都越走越低，购买力慢慢地被下跌的市场吞噬。在长期性牛市中，投资者可以简单地依赖买入并持有的投资策略，但随着长期性熊市的展开，投资者就需要运用一种完全不同的策略。在这种不利的环境中，当市场出现和长期下跌趋势相背离的相对较短的周期性牛市时，运用进攻型战术有助于投资者在熊市中缓慢地增加自己的财富。但运用这种策略时必须对投资组合采取必要的防御性措施，以防市场一旦回归长期性熊市的下跌通道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时出现的暴跌。

市场从长期性牛市转入长期性熊市后首先暴露出来的问题包括草率的投资失误、金融泡沫以及伴随此前长期的市场繁荣而出现的不可避免的欺诈行为。安然和世通的财务欺诈丑闻曝光以及由金融巨骗伯纳德·麦道夫设计的庞氏骗局崩盘就是这样的例子。2003 年 4 月，我们在网站 www. pring. com（现在 www. pringturner. com）发表了一篇文章，并在文章中提出了这样的问题："股票市场的长期性趋势往何处去?"在这篇文章中，我们还指出 2000 年是美国股票市场一个长期性趋势的顶点。那篇文章还预测随着投资者意识到将股票市盈率和股息率推高到历史纪录背后的假设并不现实，股票价格在随后的多年将会在一个宽广的区间波动。在股市攀上那个最高点后，就再也没能继续推进，而且从购买力的角度来衡量已经下跌了不少。你可能会想，熊市是不是已经展开得差不多了，又该到了可以采用买入并持有策略的时候了，或者是不是在 21 世纪头几年很管用的战术资产配置策略不再适用。不幸的是，现实表明目前的长期性熊市很可能会延续到 2015 年以后，并有可能持续到 2020 年，甚至更久，投资者持有的投资组合还要经受多年的磨难。我们无法准确地告诉你下一个长期性牛市什么时候开始，因为迄今为止，还没有任何方法可以稳定地预测金融市场上价格变动趋势持续时间的长短。但是，通过分析历史上长期性熊市的低谷，我们可以告诉你长期性熊市要结束时你可能观察到一些什么情况。当你读完本书第 3 章后，你就会明白一个长期性熊市的尾声是什么样子的。为了帮助你识别，我们会把你需要监控的情况列一个简单的清单。

我们希望你现在能更清楚地看到过分专注日内交易和即时新闻其实是不明智的，理解驱动市场长期走势的那些更大的动力才是重要的事情。关键的问题是：是什么使得股票价格走出长期的牛市或熊市？**我们认为，驱动长期性趋势主要动力有两个：投资者心理和前面一章中描述过的经济的长期结构性失衡引发的商品价格的过度变化（上升或下跌）。**这就是本书第 3 章的主题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要点

1. 长期性趋势是指长期的牛市和熊市交替出现。
2. 长期性趋势（20年及以上）由若干个经济周期（4~5年）构成。
3. 要识别1800年以来美国股市的长期趋势变化，我们既可以观察股市的绝对价格变化，也可以观察通货膨胀调整之后的价格变化。
4. 目前股票市场所处的长期性熊市有可能还会持续十年。

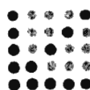


史密斯夫妇的疑问

问：如果股票市场面临着另一个失去的十年，我们应该放弃股票投资么？

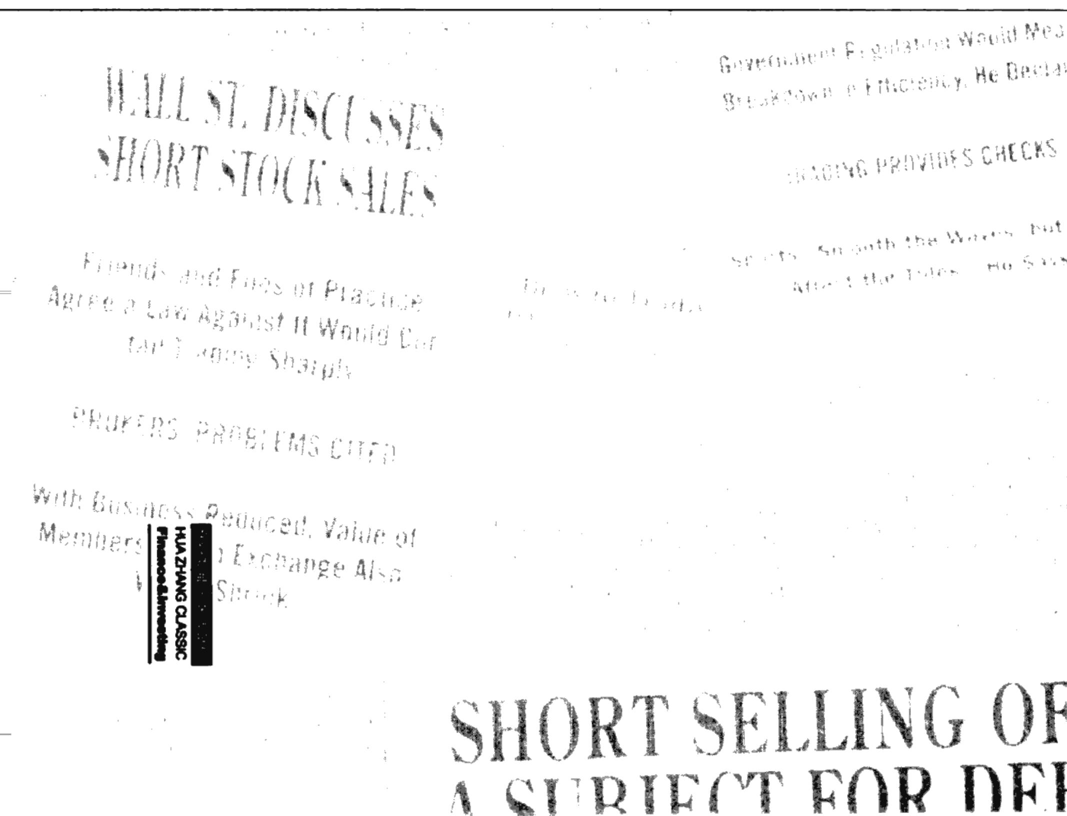
答：不，股票市场仍然会有周期性的上升机会，如2003~2007年和2009~2012年，投资者在这两个阶段投资还是可以比较安全地获得财富的增长。但有一点十分重要，那就是投资者需要有一个防御性的计划来使自己的财富在周期性下跌趋势到来时免遭毁灭。在随后的章节中，我们会讨论如何安全地度过股票市场第二个失去的十年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3章
Chapter 3

是什么力量引发股票价格的长期性趋势？长期性趋势的转折点有什么特征



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的价格是由投资者对即将形成的基本面的态度决定的，而非由投资者对现在的基本面的态度决定。这是因为投资者会预期未来的发展，并将这种预期提前若干个月反映到他们对股价的定位上。这会涉及一定程度的猜测以及将股票的潜在回报率和其他类型的投资工具如债券、大宗商品和房地产的回报率相对比。正如具有传奇色彩的华尔街证券分析师葛菲尔德·德鲁（Garfield Drew）曾经说过的那样：股票的价格“反映的不是它本身值多少，而是人们认为它值多少”。如果你研究过政治性的民意调查，你就会注意到调查的结果总是沿着某个趋势在变化，不论调查的对象是政治事件还是政治人物，其结果总是从较低水平的认可程度向较高的水平变化，或者正好相反。市场也是这样，当投资者的情绪在市场趋势顶部时的极度乐观和贪婪与在市场趋势底部时的恐惧和不安之间转换时，市场随之走强或走弱。长期性趋势也不例外，只不过其背后的推动力量更强，和基于经济周期的趋势相比较，长期性趋势反映的市场情绪波动的力度更大，持续时间更长。

长期性熊市的心理和结构特点

如果股票价格的长期波动是由基本面驱动的，那么你就应该能够观察到公司股票价格随着公司盈利能力的变化而变化，经过通货膨胀调整后的公司利润和股票价格的波动就应该表现出很强的一致性。这听起来似乎很合逻辑，不是吗？图 3-1 清楚地显示了这两者的关系是一个谜，自 1900 年以来的 3 个长期性熊市期间，公司利润不是减少了，而是增加了。进入 21 世纪后，情况依然是这样，2012 年年初的股票价格较之 2000 年的高点已经下跌不少，但上市公司的盈利（据 2011 年年底的报表数据）却创下了历史的新高。

我们并不是说上市公司的盈利能力和股票价格毫不相关，如果我们观察两者在经济周期内的波动，它们之间表现出来的关联程度就高得多。但在非常长期的趋势中，情况就不是这样了，此时影响股价趋势的主要因素是市场心理，而非经济的基本面。因此，理解长期性趋势就需要理解投资者的长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

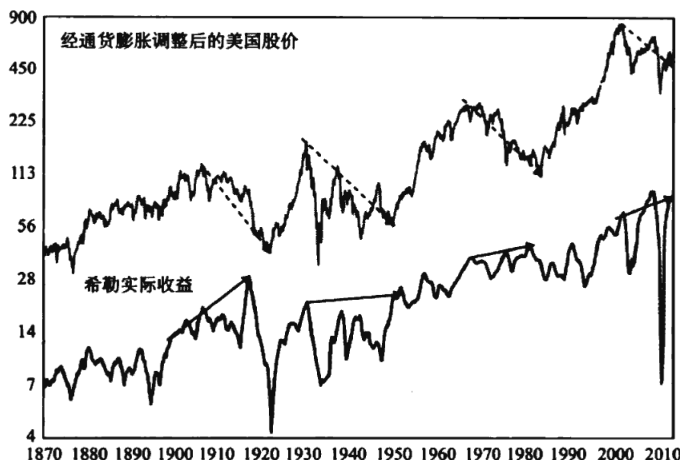


图 3-1 通货膨胀调整后的美国股票价格和希勒公司实际收益指数（1870～2011年）

注：尽管公司的收益在上升，股票价格还是可能持续面临长期性的下跌。

资料来源：http：//www.econ.yale.edu/～shiller/data.htm；Pring Turner Capital Group.

心理波动，有如旧式挂钟的钟摆。股票和很多其他东西一样，也有流行和不流行的时候。例如，男人剪短发在20世纪50年代很流行，而长发在20世纪60年代后期和70年代很流行，到了21世纪初，剃光头的人越来越多。而女人裙边的高低在流行的趋势中则是交替出现。股票也不例外。

在理解股票价格长期性变化的性质时，我们需要意识到某个特定的趋势或市场状况持续的时间越长，我们就越倾向于认为该趋势会一直持续下去。在长期性牛市的初期，投资者是比较谨慎的，因为他们对之前熊市的惨剧还记忆犹新。但随着股票市场伴随着经济周期的起伏越走越高，他们的信心也越来越足。在这个过程中，投资者逐渐放松了警惕，沉浸在对自己的投资业绩骄傲自满的心态中，再加上周围越来越乐观的人们的相互影响，投资决策变得越来越草率。当上升的趋势最终反转时，市场就会出现重大的修正。尽管如此，长期性的熊市并不是由投资者草率的投资行为引发的，因为这些投资决策可以被周期性熊市和较深的经济衰退迅速地矫正，这当然也是一个痛苦的过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期性的熊市更多地是由结构性问题引发的。一般说来，在此前的长期性牛市中，由于技术创新，某个行业或经济领域会获得迅速的发展。其结果是资本大量涌入该行业，引发资本错误配置，由此造成的产能过剩程度远远超过正常经济周期出现泡沫时的水平。如果建筑业一年能修建 150 万套房子，正常情况下能售出 120 万套房子。加上经济衰退使得房屋的需求降到 100 万套，那么未售出房屋的库存就会上升。房地产开发商自然会放慢建房的节奏，以消化现有的库存。在随后的经济复苏过程中，房屋的需求重新回到 120 万套的水平，库存得以消化，新一轮的增长周期重新开始。在这个过程中，建筑业遭受了暂时的打击，但随后又得以反弹。这个例子很好地显示了经济周期引发的问题是暂时性的。另一方面，如果在最近的一次复苏中产能扩张（如 2007 年前后房地产泡沫），房地产开发商基于对未来市场增长的预期将房屋建造总量提高到每年 220 万套，而市场需求并未如预期般增长，那么就会出现结构性的问题。之所以说是结构性的问题，是因为需求不可能在短期内出现大幅增长来消化过多的库存，产能的巨大过剩（大量未卖掉的新建房屋）一直会持续到下一次复苏。显然，要消化这些过多的产能需要若干个经济周期。

长期性熊市的特点就是这种结构性或长期性的扭曲，而这种扭曲源于此前长期性牛市的繁荣时期。我们甚至可以说，每个长期性牛市都会带来相应的过剩。例如，19 世纪早期的运河，19 世纪 70 年代的铁路，1929 年的制造业，20 世纪 60 年代的电子工业，1999 年的互联网，2007 年的房地产等。股票市场飙升后的一个副产品就是上市公司可以低成本地融资。这不仅助长了上市公司从事风险较大的并购，同时也造成了产能过剩。在这种过剩被消化前，公司是无法实现完全复苏的。低成本的资本引发两个问题。首先，由于某些行业很热门，这些行业内的公司无论资质如何，都能吸引到大量的资金。我们都还记得那些在 20 世纪 90 年代末上市的互联网公司，它们很容易就从心甘情愿的投资者那里融得大笔的资金。这些公司有些现在还在，但大多数早已破产。其次，在任何时点上，可供使用的资金都是有限的。这就意味着如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不该得到资金的企业得到了资金，那么其他更有价值的项目就得被放弃。

长期性牛市的一个关键特点就是，随着投资者信心的不断增强，市场上蓄意的欺诈行为也在逐渐增多。这类欺诈行为在投资狂热中往往不会被察觉，正如东西没有被蛀蚀到一定程度前，你是不大能觉察到白蚁的存在。市场上的欺诈行为是在随后市场发生转折时才会被人知晓。随着股票价格“出乎意料”地下跌，公司无法继续赊账，那些欺诈行为就会迅速被暴露出来。

当然，政府和金融机构的行为对长期性趋势的形成也有一定的影响。基于前一个熊市的教训而制定的严格的制度在随后的牛市中逐渐被放松，然后在之后的熊市下跌中又重新被收紧，虽然此时这样做已经太晚。最近的一个例子是住房按揭申请的条件逐渐降低可能会再次引发房地产泡沫和随后的破灭。2000～20××年长期性熊市的第二个阶段的结构性问题之一就是如何解决政府面临的巨大债务。

一旦趋势发生不利的反转，人们就会忙着找替罪羊，而不是回归常识和审慎。政治家们的反应都是比较迟缓的，他们做出回应时，市场已经陷入下跌趋势带来的恐慌中。问题在于这种类似膝跳反射的反应往往导致政策失误，制定这些政策的本意是想改善市场的环境，但实际上经常把情况弄得更糟。提高税收、《斯姆特-霍利关税法》（Smoot-Hawley）以及竞争性贬值都是20世纪30年代经济大萧条时代出现的政策失误。也有人指出最近的《萨班斯-奥克斯利法案》和《多德-弗兰克法案》对经济造成的伤害远大于它们能解决的问题，但至少这让我们看到政府有所行动。

此外，自2008年的银行危机初露端倪以来，困扰目前长期性熊市的一个问题就是巨额的政府债务。当该债务的数额达到某个水平时，政府就很难，甚至不可能再继续借债。这样的情况将严重制约经济度过衰退期后应该出现的周期性增长。另一个潜在的政策错误就是政府可能实施的大幅增税的措施。在对市场产生扭曲影响的方面，在2008年的次贷危机后，政府匆忙为市场提供信用，并制定规则让贷款机构更难收走被抵押的房屋，以图挽救陷入困境的房地产市场。但正确的做法是让房价下跌，让市场消化过量的供给。显然，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果这样做，人们会承受更多的痛苦，但能很快解决问题的根源——供大于求。现在这一去库存的过程拖得很长，长期而言这样带来的痛苦实际更大。想想一个病人，如果她只是通过服药来缓解病痛，而不是立刻接受痛苦的手术来消除病根，这样做是否明智？由于缺乏必要的矫正措施，事实上已经破产了的医疗保险计划和社会保障计划愈发增加了当下长期性熊市的严重性。现在，民众已经开始通过重构资产负债表、偿还债务和更加注重量入为出来解决这些问题。但不幸的是，政府还没有改弦更张，目前政府推行的政策很可能会加深当前的长期性熊市。

估值和投资者情绪

股票的市盈率（P/E）是每股价格（P）除以每股盈利（E）的结果。市盈率反映了投资者为了获得上市公司1美元的利润愿意付出多高的代价。市盈率衡量了投资者的信心，是最常用的股票估值标准之一。当投资者的疑虑加重时，股价下跌，市盈率下降，股票的投资价值相应提高。在长期性牛市的开端，投资者信心低落，对市场心怀恐惧和厌恶，对前景非常悲观，这种负面的市场情绪被反映到很低的市盈率上。在经历了此前20年的长期性熊市后，投资者的信心已经一点一点地被磨灭，所以整个市场弥漫着负面情绪。另一方面，长期性熊市的开端时，在经历了此前20年的长期性牛市后，投资者的信心极度高涨，随着投资者信心的不断增加，股票的市盈率也越推越高，反映了市场处于估值过高、超买和过于兴奋的状态。回顾股票市场的历史，最近的一个长期性牛市从1982～2000年延续了18年。在该牛市的末期，股票价值被严重高估，投资者极度乐观，对未来抱着极不现实的期望。自2000年以来，我们又踏上了一个截然不同的，令投资者非常不安的旅途，但这有可能只是一个长期性熊市的前半部分。

我们来更仔细地观察一下这些长期性趋势转折点处的投资者情绪。美国金融市场长达150年以上的历史可以让我们了解到很多东西，我们有可能总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结出在长期性趋势的转折点，投资者极度乐观的情绪将市场估值推高到非常过分的水平时的特征，从而帮助我们判断这种转折点是否已出现。

我们已经提到，非周期性的顶点是股票市场经过非常长的、包含了几个经济周期性牛市的上升阶段后到达的最高点。从性质上来说，在这些市场的转折点，投资者表现出来的过度自信是非常罕见的，在一代人当中一般不会再重复。实际上，长期性的市场顶部和底部之间必须有足够长的时间间隔，因为这样投资者才会忘记过去犯下的错误，在同一个地方再次跌倒。识别股票市场的这种长期性趋势的转折点最容易的方法就是通过极端的估值水平。的确，我们可以将股票价格的长期性趋势描述为市场在价值高估和价值低估之间的长期波动。在这个过程中，投资者的态度从过分的、非理性的乐观转换到没有理由的悲观，在后一种情况，投资者对股票的厌恶心理如此之强，以至于在下跌趋势的末尾几乎没有人再愿意购买。

长期性熊市有几个特点，其中最重要的一点就是从先前长期性牛市的兴奋和过度自信彻底转变到长期性熊市时对股票的极端厌恶。不幸的是，这种转变不是在一夜之间出现的，而是在股票经历了很长一段时间的大幅下跌后才得以实现。在考虑了股票的真实购买力后，下跌的幅度就显得更大。这种漫长的深幅下跌对投资者打击很大，因为他们眼见自己的财富慢慢地被吞噬。正是这个真实购买力下跌的漫长过程磨灭了即使是最乐观的投资者的信心。历史经验显示，为了更正在此前的长期性牛市中形成的结构性扭曲，在随后的长期性熊市中，在经济最终跌到谷底前，一般都会经历 4 ~6 次比正常时候更深和更长的衰退。

我们将首先通过估值水平来分析股票市场的心理状态，这里估值水平不是被当作一个基本面的工具，而是被当作投资者情绪的反映。我们有理由认为股票市场估值最常用的一个长期指标就是投资者为了获得上市公司盈利而愿意付出的代价。在这方面，请参看图 3-2 下面对希勒市盈率系列的注释。

著名经济学家罗伯特 · 希勒（Robert Shiller）教授通过计算 10 年的平均市盈率来消除经济周期的波动对上市公司盈利水平的影响，从时间序列图表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

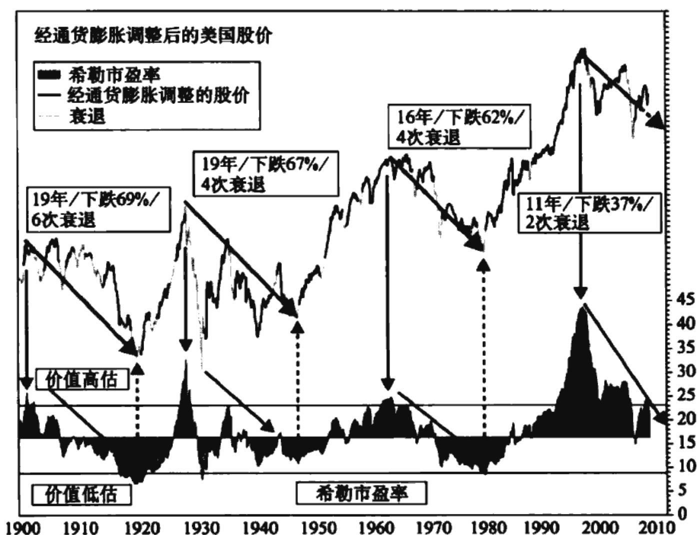


图 3-2 通货膨胀调整后的美国股票价格和希勒市盈率① （1900～2011 年）

注：1. 目前的熊市仅过去了一半，长期性熊市结束时市场的估值水平会非常低。

① 著名经济学家罗伯特·希勒教授利用前十年的通货膨胀调整后的平均盈利来计算平均市盈率，这被称为周期调整后的市盈率。

资料来源：http：//www. econ. yale. edu/ ~shiller/data. htm；Pring Turner Capital Group.

上我们可以看到，作为衡量投资者情绪的该指标不断地从过度乐观向极度悲观变化，然后又反过来。为什么在某个时候惊恐不已的投资者为获得 1 美元的盈利仅愿意支付 6. 64 美元的价格（如 1982 年长期性熊市的底部），而在另一个时候，同样是 1 美元的盈利，他们却愿意支付高达 44. 20 美元的价格（如 2000 年长期性牛市的顶部）？答案在于主要的长期性转折点处投资者的过度自信或极度缺乏信心。很明显，投资者在长期性趋势的顶点非常有信心，否则他们怎么会愿意接受如此天价般的估值？同样，在长期性趋势的底部，他们对市场的看法非常悲观，只有极低的价格才会让他们动心。

我们识别出两种极端程度的情绪：希勒市盈率大于等于 22. 5 为过分乐观，小于等于 7. 5 为极度悲观。从图 3-2 中你可以看到，在过去的一个多世纪中，市盈率不断地在这两个极端之间来回波动，如图中箭头所示。实际上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们还可以进一步地说，在每次长期性牛市的高估值顶点过后，在下一个长期性牛市开始前，市盈率必须回到7.5附近的区间。换句话说，投资者狂热的情绪并不是稍有回落后，接着继续以疯狂的方式把股价往上推。投资者的情绪必须经历一个完整的起伏周期，其中包括几近绝望的阶段，才能为一个新的长期性牛市的到来奠定足够的心理基础。一般来说，市场要经历多次下跌才能达到底部的区间。表3-1总结了历史上主要的趋势转折点以及长期性熊市的一些其他特点。注意，20世纪的3个长期性熊市开始时的平均市盈率为27.3，而结束时的平均市盈率为6.9。

表3-1 比较长期性熊市的特征

	时期	长度	衰退的次数	起始时的市盈率	结束时的市盈率	下跌幅度（通货膨胀调整后）
1	1901～1920年	19年6个月	6	25.2	5.1	-69%
2	1929～1949年	19年9个月	4	32.6	9.1	-67%
3	1966～1982年	16年6个月	4	24.1	6.6	-62%
	平均	**18年7个月**	**4.7**	**27.3**	**6.9**	**-66%**
4	2000～2011年12月	11年4个月	2	44.2	20.8	-37%

注：市场估值水平要达到长期性熊市的底部往往需要2个或以上的经济周期。

资料来源：http://www.econ.yale.edu/～shiller/data.htm; Pring Turner Capital Group.

回到图3-2，股票市场的绝对价格水平可能在1932年就见底了，但在1929年后的熊市中，市盈率在1949年以前都徘徊在7.5以下的低水平。这也是为什么我们将1949年作为该次熊市的结束点的原因之一。

2012年年初，希勒[⊖]市盈率为20倍左右，但实际情况并没有数字表面看起来那么糟，因为这是一个基于前10年平均盈利水平计算出来的移动平均数。随着时间的推移，2002、2003和2004年这些公司盈利水平很低的年份将很快从计算最新市盈率的数据中被剔除。当这些被剔除的年份被代之以最近的盈利更高的年份后，即使此后几年的盈利水平不再增长，市盈率的10年移动平均数也会自动降到十几倍的水平。的确，股票市场从2000年估值的历史高点（市盈率44.2）到现在的估值水平已经下降了不少，但是很明显，在市

⊖ 著名经济学家罗伯特·希勒教授通过计算10年的平均市盈率来消除经济周期的波动对上市公司盈利水平的影响。这些数据可以从网站 http://www.econ.yale.edu/～shiller/data.htm 获得。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场达到价值低估的区域前（个位数的市盈率），股票价格还需要继续下跌或公司盈利水平还需要继续提高。

目前的长期性熊市还会持续多久

在自由交易的市场，市场参与者任何特定的情绪变动都和他们在此前的趋势中所经历的情绪的强度和广度有关。因此，一个4～6周的上涨之后，随之而来的常常是2～3周的调整，或一个持续2年的周期性牛市之后往往是一个1年的熊市。上涨趋势和下跌趋势持续的时间大体相当，但正如建设一个东西需要的时间要比推倒一个东西需要的时间更长，股票市场的熊市展开得比牛市更快。以绝对价格衡量的前一个长期性的市场底部在1974年，而市场顶部在2000年，长期性牛市持续了26年之久。此前长期性牛市的长度和2000年牛市顶部时市场的极高估值预示着目前的长期性熊市的力度和长度都会超过历史的平均水平。

自1900年以来，美国股票市场通货膨胀调整后的长期性熊市持续时间为18～20年。1901～1920年和1966～1982年的熊市是这样，但对于1929年开始的熊市，只有我们把1932～1949年看作熊市中盘整的阶段，持续时间才有那么长。实际上，1949年通货膨胀调整后的股票价格并不比1932股市处于底部时高多少，市盈率也是如此。我们要记住，足够的时间长度是长期性熊市出现反转的主要前提之一。时间可以让投资者经历很多磨炼，比如熊市、衰退、有时甚至是战争。总的来说，这些挫折会考验投资者的毅力，并最终将他们推入在股市的长期性底部常见的绝望状态。股票市场在1929～1932年之间的下跌是历史上最严重的一次，但从长期性趋势的角度来看，它只是下跌力度最大的一次，而非持续时间最长。股价崩盘，大幅下跌一般会让市场触到底部，但是，在一个可持续的牛市开始前，市场需要反复筑底并来回振荡。我们认为这就是20世纪三十四年代的市场状况。市场大跌（1929～1932年）之后，随之而来的是17年的不确定性和恐惧。最后，在经历了足够的时间以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，市场在1949年才开始启动新一轮的长期性牛市。

以2000年为长期性趋势的顶点，即使以最好的情况估计（时间最短），1966～1982年的熊市持续了16年，那么本轮长期性熊市的底部应该在2016年。

现在，你已经更好地了解了足够的持续时间在长期性趋势形成中的重要性。我们来看看图3-3，该图显示了当下的熊市以及此前熊市的平均长度。

在2012年年初，目前熊市下跌的幅度显然已经不小了，但是，基于此前的长期性熊市的平均长度和目前日本长期熊市的情况（1990～20××），我们预测在下一个新的长期性牛市到来之前，市场至少还要经历两个经济周期（从2008年算起）。正如我们前面所讨论的，漫长的熊市加上通货膨胀调整后的价格下跌会最终磨灭投资者的希望，使他们在市场最终到达底部时已经对股票持有厌恶的态度。要从经济或地缘政治上找到一些将市场最终推向长期性熊市底部的因素并不太难。然而，我们这里的分析是基于对此前类似底部的观察总结出来的特征，而非去寻求解释原因。

衡量投资者在熊市中的毅力的一个简单指标就是市场为了矫正此前牛市的过度上涨而需要的衰退次数。在图3-2中，我们标注了每个长期性熊市所包含的衰退次数。

历史上的熊市趋势平均包含4～6次衰退，而1982～2000年的牛市仅包含了1990年1次周期性衰退。长期性熊市中之所以会孕育这么多衰退的原因我们前面已经提到过——此前的长期性牛市中造成的经济的结构性过剩。正是这些结构性的问题阻碍了长期性熊市环境下经济周期的经济复苏阶段的顺利展开。这些结构性问题使得经济在获得一些实质性的复苏之前，又将其推入衰退的状态。只有经过几轮实质性的经济收缩后，这些结构性的过剩才会最终被消化掉，新一轮的长期性牛市才能得以诞生。

到2012年年初，在当下这次始于世纪转折点的长期性熊市中，我们仅经历了2次经济衰退。即便是我们假设本次长期性熊市会出现历史上最好的情况——仅包含4次经济衰退，那么我们能够得到的结论也是美国股票市场在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

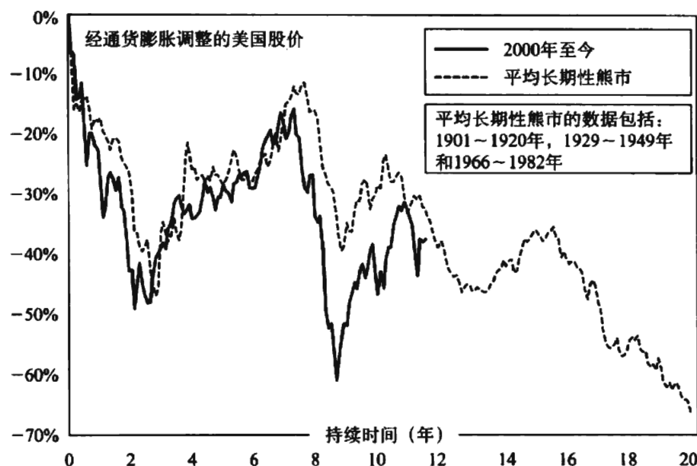


图 3-3 目前的长期性熊市和 1900 年以来的熊市平均值相对比

注：股市的投资者还将面临更多的挑战，特别是就经通货膨胀调整后的数据而言。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

2012 年年初最多仅走完了本轮长期性熊市一半的历程。

我们这里要讨论的最后一点是股票市场趋势持续的时间（见图 3-3）。这个问题也涉及投资者的心理状态，因为市场起伏的波浪实质上反映投资者情绪的波动。简单地说，波浪的数量越多、起伏的幅度越大，那么相应投资者的情绪波动也越大。在很多下跌波浪的末期，市场的状况让投资者陷入悲观和绝望之中，而这正是产生一个新的牛市的理想的心理基础。

图 3-4 下部的波浪图形显示了美国股票市场历史上价格波动幅度超过 25% 的情况。你可以看到，在此前的两个长周期中一共有 7 个这样大幅波动，而最近的 1966～1982 年的熊市中则有 5 个。这张图直观地显示了长期性熊市期间股市上下波动的幅度比长期性牛市期间更大。例如，1949～1966 年间的长期性牛市中就没有一次经通货膨胀调整后超过 25% 的下跌。在 1982～2000 年间的长期性牛市中，这样的大幅下跌只有一次（1987 年的股市崩盘），而且持续时间较短，随后很快就被一轮新的周期性牛市将价格推到新的高点。1987 年股市崩盘并非是因为出现了经济衰退，实际上连严重的经济增长放缓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都不是。3 年后才出现这些情况，即 1990 年的经济衰退。在目前的长期性熊市中，在 2000 ~ 2009 年已经出现了 3 波完整的、幅度超过 25% 的涨跌，第 4 波从 2009 年 3 月启动。考虑到历史上长期性熊市的情况，这次熊市看起来还会持续更长的时间，还会有更多的波动。

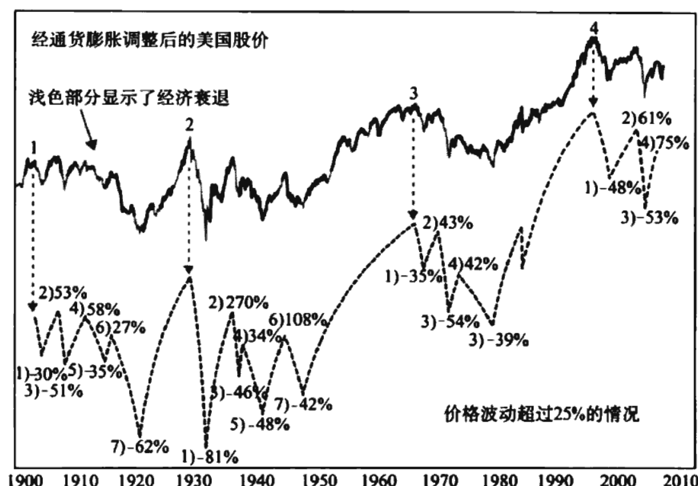


图 3-4　长期性熊市期间的市场深幅波动

注：在长期性熊市中仍然有赚钱的可能性，方法之一就是利用期间的周期性波动。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

图 3-5 研究的还是长期性趋势持续的时间。该图将目前的长期性熊市和此前的 3 轮长期性熊市进行了比较。图中灰色椭圆形区域是我们对未来的推测。

不过，此前美国股市长期性熊市的平均持续时间对当下的熊市也只能起到参考意义，如果从目前日本股市所处的状态来看，情况就还要糟糕得多。日本的股票市场从 1989 年开始进入长期性熊市，一直持续到现在，比美国历史上任何一次长期性熊市的时间都长。日本的股市已经沉沦了 22 年，迄今还没有任何迹象表明日本股市能重新回到曾经的历史高点。请记住，我们当前的熊市开始时，市场的希勒市盈率处于历史的最高点，如果这轮长期性熊市最终成为美国历史上持续时间最长的一次，我们并不会因此而感到惊讶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

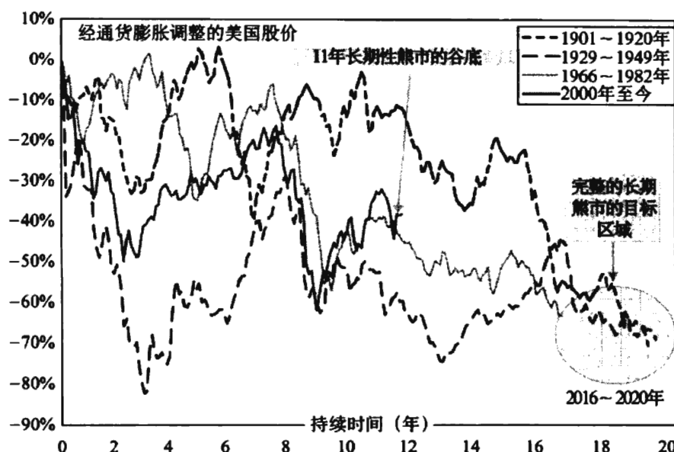


图 3-5 目前的长期性熊市和历史上长期性熊市的比较

注：目前的长期性熊市最终在什么时候能见底？参考历史，在 2016 ~ 2020 年这段目标时间段内，股票市场可能出现几十年一见的价值低估和新一轮长期性牛市的开端。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

商品价格趋势的不稳定带来的影响

我们已经讨论了投资者心理对股票市场长期性趋势的影响，但我们还需要考虑另外一个重要的方面，那就是商品价格趋势的不稳定给股票市场带来的影响。商品价格的长期趋势看起来对经通货膨胀调整后的股票价格的长期性趋势的方向有着巨大的影响。图 3-6 非常清晰地显示了两者之间的关系。图 3-6 上半部分的时间序列显示了自 19 世纪中期以来的美国股票市场的真实价格走势，我们将其间的长期性熊市用带箭头的实线标示出来。除了 1929 ~ 1932 年这段时间，我们可以清楚地看到，所有的熊市期间都伴随着商品价格的上涨。当然，它们之间的关系并非是百分之百的相关，但图 3-6 清楚地显示了随着商品价格的持续上涨，股票市场迟早会进入下跌的趋势。我们这里显示的商品价格的时间序列是基于工业用原材料的价格指数构建的（CRB 工业原材料现货）。我们之所以运用这个指数是因为它是由不受天气或投机交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响的工业原材料组成的。因为该指数在1948年才被创立，1948年之前的数据我们用批发商品指数代替。

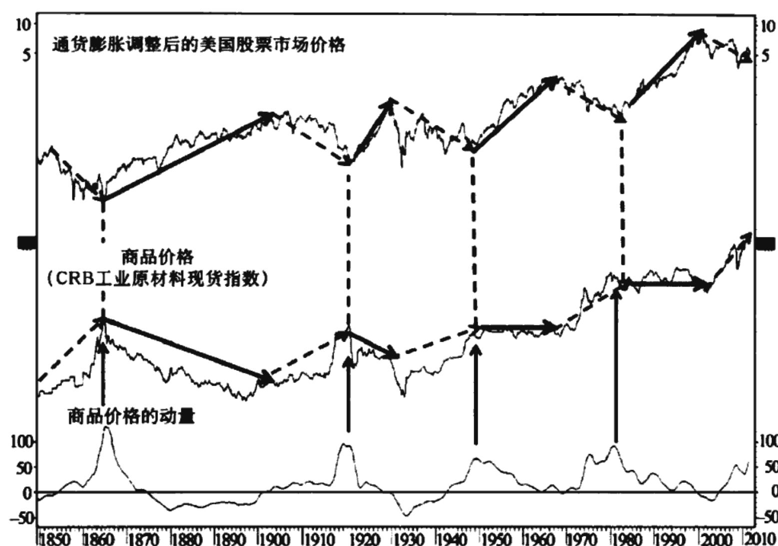


图 3-6 美国股票市场和大宗商品价格的长期趋势（1850～2011年）

注：从历史上来看，大宗商品市场的长期性牛市不利于股票价格的上涨。股票市场的长期性牛市发生在当大宗商品价格处于稳定或下跌的趋势中。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

1929～1932年的熊市期间是一个例外，当时商品价格出现了不同寻常的大幅向下波动。随后商品价格掉头快速上涨，使得长期性熊市得以持续更长的时间。值得注意的是，此前的另外两个长期性熊市也经历过短暂的商品价格下跌。例如，1900～1921年的长期性熊市在其最后的下跌阶段经历了一次商品价格的大幅下跌。此外，在1980～1982年，CRB工业原材料现货指数下跌了30%以上。回到图3-6，我们可以看到，从1949年到20世纪60年代中期，商品价格大体处于盘整的状态，而股市却经历了一个长期性牛市。图3-6中带箭头的实线显示了**持续下跌或平稳的商品价格对股票市场具有正面的影响**，因为历史上所有的长期性牛市都是在这样的背景下展开的。这一点也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体现在20世纪最初的10年。当时市场处于长期性熊市，但开始时股票的真实价格相当稳定，受温和上升的商品价格的影响不大。只有在几年后，当商品价格加速上涨时，经通货膨胀调整后的股票价格才开始大幅下跌。

识别商品价格的长期性顶部（这常常也是就股票市场的长期性底部）的一个有用的方法是计算商品价格的振荡指标或趋势偏离指标。图3-6中的指标是24个月（2年）的简单移动平均值除以240个月（20年）的平均值。

在图3-6的下半部分，商品价格指数在过去150年中从长期上升趋势转为下跌趋势都为对应的4次长期性牛市的到来提供了可靠的信号。图3-6底部的震荡指标在1975年也达到一个高点，但后来证明这只是暂时的，随后股票市场继续走熊，同时商品价格继续上涨。此外，该震荡指标在2008年掉头向下，但在2012年以该指标衡量的长期价格走势仍然在上升，没有出现反转的迹象。我们猜想只要股票市场仍然处于长期性熊市，商品价格上升的趋势就会继续。在随后的章节中，我们会讨论如何利用商品价格的持续上涨给我们带来的投资机会，但目前，我们想强调的是股票价格和工业原材料价格之间关系的重要性。

最后，本章所讨论的概念并不意味着它们就是在一个长期性趋势转折点处你应该关注的所有的东西。我们在附录A中提供了更多的资料，如果你愿意在这方面做更多的了解，可以参看这一部分。

底部在哪里

股票市场的长期性趋势和投资者心理的关系非常紧密，而投资者心理本身是不断地在乐观和极度悲观之间波动，好似挂钟的钟摆。但投资者心理的钟摆要到达摆动两侧的端点是非常缓慢的，摆动一次平均需要20年左右。基于自1900年以来前3次的长期性熊市平均18年的长度，下一轮的摆动应该从2018年开始。我们无法进行准确的预测，然而，在趋势的底部我们有可能见到个位数的希勒市盈率。同时，正如在本书附录A中详细讨论的，在底部时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标普500指数的股息率可能会接近6%，而托宾Q值（上市公司市值除以该公司重置成本）会被低估30%～40%。要更多地了解这些估值方法和长期性转折点的更多特征，请参考本书的附录部分。

总的说来，在长期性熊市底部，市场对股票完全没有好感，投资者认为其他投资工具更安全或收益更高。同时，在这种环境下，投资者觉得股票价格永远不会再回到其历史高点。投资者普遍蔓延的悲观情绪和严重的市场低估为新一轮长期性牛市的开始创造了条件。目前，对于投资者来说，关键的问题在于在当下的长期性熊市走到尽头之前，投资者如何在下一个十年更困难的周期性环境中生存下来，这样才能充分参与随后肯定会到来的长期性牛市。



要点

1. 股票市场的长期趋势和两个因素有关：投资者心理的极度波动和商品价格长期走势的变化。
2. 股市的长期性趋势转折点都是在市场处于极高或极低的估值区域时。
3. 目前的长期性熊市可能会持续到2016～2022年，甚至更久。
4. 留心并利用好商品市场的长期性牛市。
5. 投资者必须学会抓住股市**周期性**趋势带来的机会，同时在周期性下跌时保护自己的资产。



史密斯夫妇的疑问

问：每一轮长期性牛市中，经济在某一方面都会取得大的发展，使总体经济水平得以提升。下一次的突破会是在哪个方面呢？

答：每一轮新的长期性牛市都是始于经济领域中出现某种大的变化或创新时。在19世纪后期的美国，这种突破和创新是铁路和工业化。20世纪20年代是汽车工业和无线电。第二次世界大战后，“战后”重建以及婴儿潮一代所追求的更高的生活水平对战后的增长至关重要，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

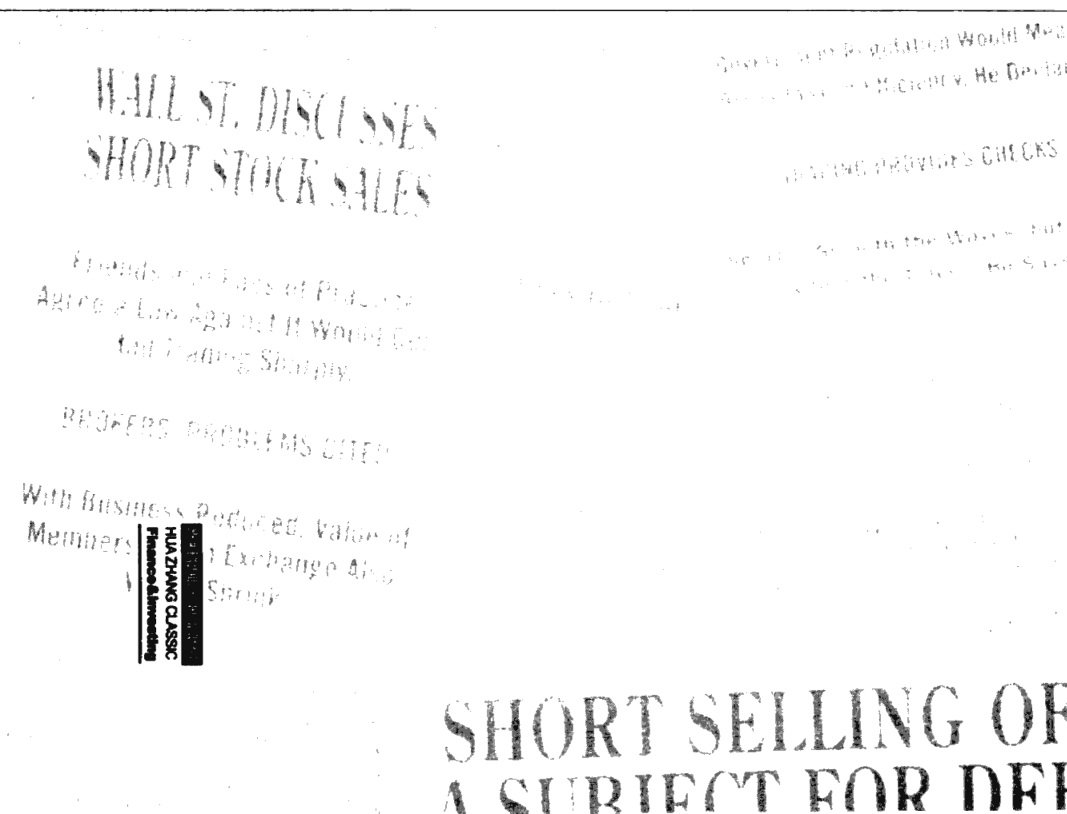
特别是消费者终于摆脱了大萧条时代的悲观心态，个人消费开始大幅增长。在20世纪八九十年代，个人电脑在办公场所的普及和互联网的兴起都极大地促进了生产力的发展。

如果下一轮长期性牛市就是在2020年前后开始，现在我们还很难说引领下一轮长期性牛市的“大事”是什么。是生物技术还是医疗卫生？或者也许是一种新的清洁能源（页岩天然气）？还是纳米技术上的革命性突破带来的生产率突飞猛进？没人能预先确切地知道，但有一点是很可能的：在商品市场领域，新的市场引领者不会从此前已经出现过的引领者中产生。正如高科技在20世纪90年代占据了主导地位，但在随后的数年中表现不尽如人意一样。在21世纪20年代，一个全新的主题将会引领市场的发展。我们都期待着知道助推下一轮长期性牛市的新动力是什么，如果我们仔细观察，能够找到有助于回答这个问题的线索，这对我们的投资决策显然是大有好处的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章
Chapter 4

通货膨胀、通货膨胀、通货膨胀！商品的长期性牛市早已开始



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和大多数美国人一样，已经退休的史密斯夫妇意识到食品、医疗保健、汽油和水电气等日常生活用品和服务的价格在过去的10年中不断上涨，而且涨速越来越快。尽管如此，按照美联储主席本·伯南克（Ben Bernanke）的说法，官方公布的通货膨胀率——消费者价格指数（CPI）仍然处于“可控的”范围内。史密斯夫妇每个月收到的养老金支票的金额就是根据这个其实是不正确的、被政府操控的通货膨胀率来每年进行调整的。在2010年和2011年，他们收到的养老金完全没有一点增加，因为政府说这段时间内不存在通货膨胀，至少根据它们公布的消费者价格指数来看是这样的。史密斯夫妇和我们都知道事实并非如此。每天，当我们前往超市购物、医院看病、药店买药、餐馆吃饭或加油站加油时，我们都能感觉到物价的上涨。但是，物价并非是以直线的形式上涨的，明白这一点很重要。即使是在长期性的通货膨胀和商品价格上升趋势中，经济周期的收缩阶段也会带来物价的暂时回落。然而，这种价格回落常常是短暂的。有些价格，如大学教育和医疗服务的收费似乎从来就没有下跌过，无论经济状况多么不好。

为什么价格会持续上涨？在下一个十年会发生什么事情？有没有我们可以利用的投资机会？如果商品价格持续攀升，会带来什么样的风险？通货膨胀对股票和债券有什么样的影响？投资者该如何应对？这些都是非常严肃的问题。这些问题的答案至关重要，因为这关系到我们如何在股票市场第二个失去的十年中生存和壮大。

商品价格变化的趋势值得我们关注，因为它为经济周期的方向提供了有用的信号。首先，商品的价格对供求关系的变化非常敏感，这就意味着它们常常是通货膨胀的一个可靠的领先指标。此外，商品价格的变化显示了经济活动水平的变化。例如，在经济衰退开始前几个月，市场需求非常旺盛，生产商就会囤积原材料。随着衰退的到来，需求的增加放缓，造成市场上供大于求，因为此时膨胀的库存量大大高于市场上的销售量。当供给过剩、需求下降时，价格自然也就下降，而且常常是报复性的大幅下跌。因此，商品价格的上升和下跌可以看作衡量经济健康程度的指标之一。在一定程度上，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们必须考虑美国市场的商品价格和全球市场价格的关系，因为美国在 20 世纪的绝大部分时候都是全球最强大的经济体。然而，在 21 世纪的头十年，美国的 GDP 占全球总量的份额已经从 40% 下跌到 25% 左右。目前美国仍是世界上最大的经济体，但是领先其他经济强国的优势已经缩小。相应地，美国对全球商品价格的影响已不如往昔。图 4-1 提供了这方面的一些情况，该图将基于美国商品价格的指数（CRB 工业原材料现货价格指数）和世界经济的状况进行了对比。图中的阴影部分显示了全球经济状况和美国商品价格指数出现正相关关系的时期，即当全球经济下滑时，美国商品价格指数也下跌，反之亦然。

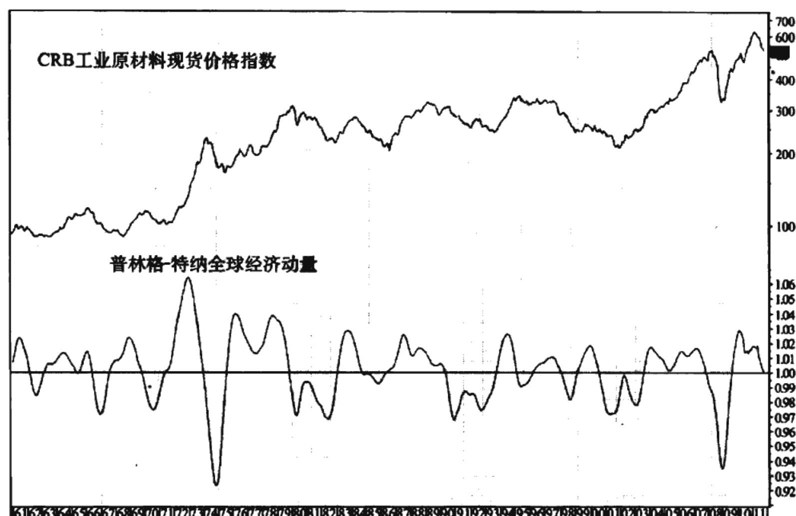


图 4-1 CRB 工业原材料现货价格指数和全球经济状况

注：商品价格对全球经济的状况是非常敏感的，同时也是通货膨胀的领先指标。

图中的阴影部分显示了全球经济状况不景气的时期，这期间美国的商品价格指数也下跌。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

我们把商品价格的上升看作通货膨胀，但由于价格上升会吞噬掉消费者的部分购买力，从而产生通货紧缩的效果。你可以去问问那些手头不宽裕的美国民众油价从 2008 年的 1.5 美元/加仑上涨到 2012 年的 4 美元/加仑对他们意味着什么，或者了解一下取暖油价的上涨对那些冬天想让屋子里暖和一点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的民众的影响。对于靠固定收入生活，或像史密斯夫妇一样靠退休金生活的人来说，通货膨胀给他们带来的挑战更大。

食品价格的上涨对发达国家民众的影响不及对新兴国家民众的影响大，因为后者的食品开支占其收入的比例比前者要高得多。但在美国，持续上升的食品价格也等同于政府对那些靠有限的退休金生活的人们增收了额外的税收。医疗卫生服务的价格上涨的速度也高于通货膨胀率。尽管美国的医疗卫生服务水平比历史上任何时候都更好，但史密斯夫妇为此支付的费用也是前所未有的高。

是什么原因造成商品价格如此大幅的上升？人们也许会认为相对疲软的美国、欧洲和日本经济会抑制商品价格的上涨，因为来自这些低增长经济体的需求很低。但是不要忘了还有新兴经济体在发挥作用，巴西、印度和中国是其中最大的3个，还要加上众多其他来自亚洲、拉丁美洲、非洲、东欧和中东的经济快速增长的国家。这些快速增长的经济体的共同特征是：年轻和上升的流动人口、国际收支大量盈余以及快速提高的生活水平造成对原材料的巨大需求。在过去，这些国家出口到国外的商品多于它们从国外进口的商品。现在，很多这些国家必须进口石油、铜、铁矿石、稻米和其他基本的原材料来满足本国消费者不断增长的需求。

让情况变得更糟糕的是，最近一次商品市场的长期性熊市造成对原材料供应的投资不足。继20世纪70年代的牛市后，商品市场从1980～2000年经历了20年的低迷。20世纪70年代的市场兴旺造成了很长一段时间内商品的供应过剩，使得全球范围内资源的勘探和开采活动减少。有些读者可能还记得石油价格从1981年的40美元/桶跌到90年代的10美元/桶。随着很多商品价格的下跌，市场就没有动力再勘探和开发新项目。到了2000年，市场的需求重新追上和超过供给，商品价格上升，商品市场一轮新的长期性牛市开始。从项目论证、获得许可、进行融资、项目建设到最终生产出铜、黄金和石油是一个非常漫长的过程，甚至农业项目也是如此。因此，始于21世纪初的商品价格上涨趋势在供给再次超过需求前还有较大的展开空间。我们认为供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给再次超过需求的情况大约会在2016～2022年出现，这正好和我们预计的当下股票市场长期性熊市的持续期相吻合。当然，这并不是说在这期间我们不会经历经济周期带来的商品价格下跌，实际上，在本轮的商品市场的长期性牛市中，商品价格已经经历了两次这样的下跌——一次在2008年，另一次始于2011年。在2012年年初，商品价格仍然处于长期性的上升趋势中，除非有其他的证据出现，我们认为这个趋势还会持续下去。历史经验显示的经通货膨胀调整后的股票市场价格和商品价格之间的负相关关系不会发生改变。万变不离其宗。

我们之所以预计商品的价格会继续上升的另一个重要原因是美国和其他发达国家目前所执行的货币政策。在2008～2009年的全球金融危机后，世界各国的中央银行普遍实施了货币刺激政策（印发钞票），从长期影响来看，这种政策必然导致货币贬值。货币贬值就意味着商品的价格更高。这好似儿童乐园里的一个跷跷板，一端放的是实物资产（你可以触摸的真实物品），另一端放的是货币（见图4-2）。如果货币贬值，则实物资产就升值，反之亦然。美元和黄金价格之间的关系就是一个体现了硬通货和纸币之间关系的最好的例子。

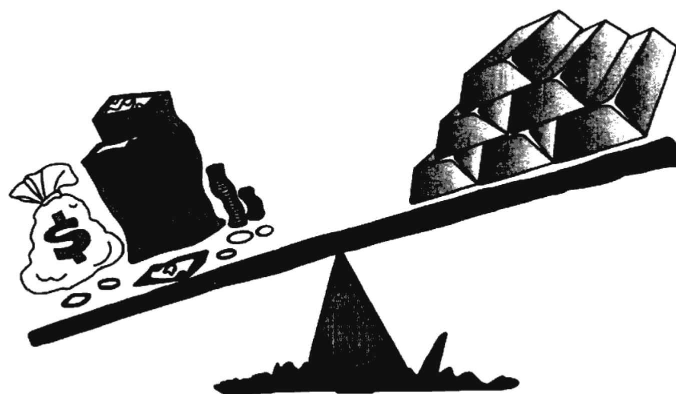


图4-2 美元和黄金：最终的硬通货和纸币资产之间的关系

注：当货币的价值下跌时，硬通货资产的价值上升，反之亦然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着商品市场的长期性牛市的持续，我们的确应该对下一个有可能到来的危机（通货膨胀）有所准备。但我们没有可以帮助我们透视未来的水晶球，无法准确地预测这个危机会在什么时候到来。有两方面问题需要我们关注，一方面是基础货币出现通货膨胀的可能性，另一方面是结构性政府债务可能产生的通货紧缩的效应。这两者之间的关系让问题变得有点复杂，但我们又不能忽略。本书将在附录 B 中详细讨论这里提到的有关货币和结构性问题。

通货膨胀：对投资组合征收的隐形税

在第 3 章中我们讲到股票价格的长期性趋势是由投资者心理的代际波动和商品价格的异常不稳定引发的。现在，我们来更详细地讨论一下后者——商品市场的长期波动。像 CPI 这样用于广泛衡量整体物价变化的指标当然很重要，但这里我们主要关注的是工业商品的价格。工业商品的价格变化一般来说领先于 CPI 的变化，不容易被人为地操纵，同时对周期性和长期性波动的敏感度远高于 CPI。

通货膨胀是对财富征收的隐形税，会慢慢地吞噬你的投资组合的实际购买力。政府对投资者在股票市场上的获利要征税，但 IRS（美国国税局）对投资者因通货膨胀而损失的购买力并不会给予税收减免。以我们的朋友史密斯夫妇为例，如果他们 100 万美元的投资组合在 5 年后增值到 140 万美元（年回报率 7%），他们在出售股票获利了结时就必须为他们获利的 40 万美元缴纳资本利得税。然而，如果 CPI 以每年 2.5% 的温和速度上涨，他们的投资组合在 5 年后大约会因此减少 13% 的购买力。照这样计算，在缴纳了 15% 的资本利得税之后，他们还剩 1 340 000 美元，但通货膨胀会让这笔钱的实际购买力下降 13%。因此，在缴税和调整了通货膨胀的影响后，他们得到的财富的实际价值不足 1 185 500 美元。他们的财富还是比开始投资时增值了，但不是表面上的 40%，实实在在计算仅有 18.5%。

问题还不止于此。金融资产是人们为未来储蓄的购买力。如果金融资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增值的速度赶不上通货膨胀的速度，就会造成金融资产实际购买力的减少和投资者未来生活水平的下降。如果你在65岁退休，有足够但并不是特别多的储蓄来维持你未来的退休生活。要保证你的生活水平不下降，你的退休储蓄的投资收益率就不能低于通货膨胀率。如果投资的收益不足以维持生活，还得动用本金的话，随着时间的推移，你将面临的问题就更严重。在一个长期性牛市中，这虽然是一个问题，但也许没有那么严重，但在一个长期性熊市中，情况就非常严峻了。当退休者定期从其投资账户中支取生活费用时，保证投资本金的不减少是至关重要的。因此，如果退休者的投资账户遭受了如过去十年那样的严重损失，那么他们几乎不可能维持原有的生活水平。如果在未来的长期性熊市中，退休者还是采取买入并持有的策略，结果也是如此。

我们已经认识到通货膨胀会降低投资者的储蓄在未来的购买力，现在，我们来看看来自通货膨胀威胁的变化是如何影响股票市场的长期性趋势。为了更好地显示通货膨胀对股票市场长期性熊市的影响，我们假设出现了严重的商品物价上涨。我们的第一个任务是确立股票价格长期性趋势和商品价格的关系。第二个任务是研究当前商品价格趋势的方向，并预测这个趋势能持续多久。我们先把讨论的重点放在商品价格上涨及其对投资者的投资组合的影响上。本章的剩余部分讨论股票、债券和商品的长期走势及其相互关系，我们相信这将有助于你更好地理解我们对未来10年的看法。

商品价格长期性趋势的特点

图4-3显示了自1840年以来美国商品价格的指数，并用箭头标示了其间的长期性趋势。大部分时候这些趋势在一个较长的时期内或涨或跌。然而，自从美联储于1913年成立以来，随后的3个长期性熊市中有2个基本上属于盘整的态势。这显示了货币管理当局对价格下跌带来的通货紧缩容忍程度很低。这样看来，货币管理当局总是倾向于走上通货膨胀的歧途。

这些箭头旁边的数字显示了这些价格长期性趋势的长度，牛市平均长度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 4-3 长期性商品价格趋势的特征

注：商品市场长期性牛市平均长度为 19 年，目前的长期性牛市始于 2002 年，按照历史的经验来看，该牛市应该还会持续很长时间。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

为 19 年，熊市平均长度为 22 年。

目前商品市场的长期性牛市始于 2002 年，到 2012 年年初已有 10 年，但根据历史经验来看，这个上涨趋势还会持续很长时间。如果参考历史上长期性牛市的平均长度，这意味着商品价格上涨的长期趋势在 2020 年前后才会到顶。如果我们不在意一两年的差异，这个时间长度和此前股票市场长期性熊市的平均长度非常接近。

商品价格趋势对股市的长期性趋势的影响

现在，我们回顾一下在前面章节中讨论过的股票价格趋势和商品价格趋势之间的关系。简单地说，从历史数据来看，股票市场的长期性熊市一般都伴随着商品市场的长期性牛市。从逻辑上来看，原材料价格的上涨可能会使上市公司的利润减少，从而使得股票投资者的日子也不好过。因此，随着通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货膨胀的加剧，投资者购买股票的意愿会越来越低，其结果是每一波通货膨胀都使得股票的市盈率不断降低。此外，商品价格的上涨也会降低投资者持有债券的意愿，因为通货膨胀会吞噬掉债券提供的购买力。在某些时点，投资者会甘愿冒险持有债券，但前提是债券提供的利息较高，足以补偿潜在的通货膨胀对购买力的侵蚀。因为股票和债券是相互竞争的投资工具，当债券的收益率上升时，投资股票的回报率也应该相应上升，要么是上市公司的分红水平提高，要么是上市公司的股票价格降低，或者是两者同时发生。

图 4-4 显示了股票价格指数和商品价格指数之间的比率，当该比率走高时，股票市场的表现就好于商品市场的表现，反之亦然。图中有阴影的区域代表股市的长期性熊市阶段。

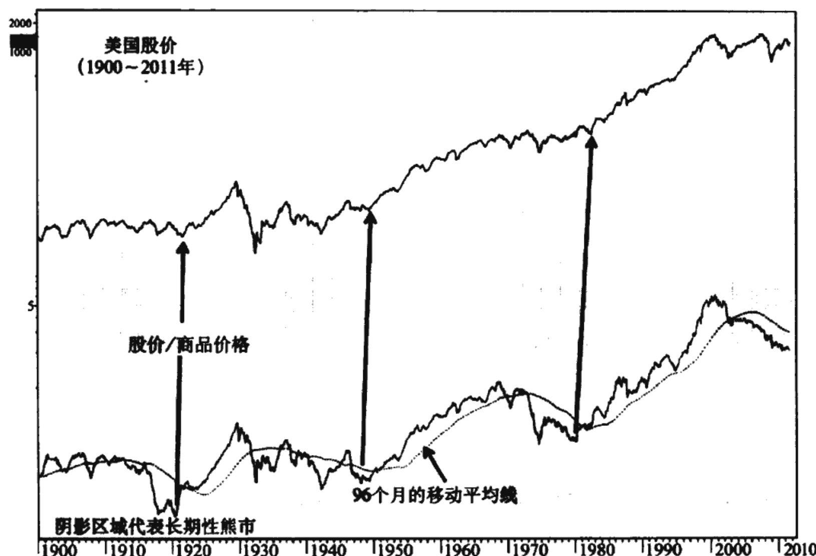


图 4-4 股票价格和商品价格的关系

注：当股票价格/商品价格比例升高时，股票市场的表现好于商品市场，当该比例下降时，商品市场的表现好于股票市场，2000 年以来的情况就是如此。在此前三轮长期性牛市出现前，该比率都出现过大幅反弹。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请记住，从长期来看，作为金融资产的股票的价格走势和作为实物资产的商品的价格走势之间存在一种跷跷板式的负相关关系。毫无疑问，在大多数时候，当股票市场处于长期性熊市时，商品市场的表现会好于股票市场的表现。图4-4还提供了股票价格指数/商品价格指数比率96个月（8年）的移动平均线。当该比率在此移动平均线以上时，一般说来这是股票市场大牛市的信号。相反，当该比率滑到此移动平均线以下时，股票市场一般都处于长期性熊市。自1950年以来，该信号出现例外的情况只发生过一次，而且持续时间不长，仅在1970年1年，说明该信号在过去60年中的可信度还是非常高的。在图4-4中你还可以看到，股票价格指数/商品价格指数比率在21世纪初跌到其移动平均线以下，并一直持续至今。股票价格指数/商品价格指数比率下一次上穿其移动平均线很可能就能为股票市场新一轮的长期性牛市的到来提供及时和准确的信号。图4-4中值得我们注意的另外一个重要之处是，在此前三轮长期性牛市出现前，股票价格指数/商品价格指数比率都出现过大幅反弹，我们在图中用粗黑箭头将其标示了出来。

任何动量时间序列在计算中都需要假设价格是按照一定长度的时间发生周期性变化的。如果实际变化的周期显著偏离了假设的时间长度，速度指标的反转就有可能过晚，或在某些情况下过早。这就是为什么我们要求用这些动量指标所监控的价格反应来进一步印证这些信号的有效性。换句话说，如果一个平滑的动量系列出现了方向反转，我们需要去确认价格也做出了相应的回应。回应的形式可以是价格穿越移动平均线，或价格突破某个趋势线等。在图4-4中，价格上穿其96个月的移动平均线为牛市的到来提供了印证。在图中我们用浅色部分显示。遗憾的是，本书无法提供彩色图表，但是，只要合适，我们在网站上提供的图表都是彩色的。这幅图中，当两个技术指标都是负值的时候，我们用红色部分显示，当这两个指标出现矛盾的时候，我们用黑色部分显示。图中大多数信号都是比较准确的，但是若干处黑色部分（在网站的图表上可见）提醒我们这套体系还不太完美。

在2012年年初，商品价格走势的振荡指标在上升，但持续的时间不算特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别长。从历史上来看，趋势的反转都是发生在一个比当前指标位置高得多的点，因此，我们认为始于 2002 年的商品价格的长期性趋势有可能持续到 21 世纪第二个十年的中后期。当然，最终商品价格的趋势会如何发展在很大程度上取决于市场如何应对始于 2011 年年初的周期性熊市。在一个长期性上升趋势中，我们寻找的趋势反转的信号是价格向下突破趋于交汇的趋势线和 96 个月的移动平均线。在 2012 年年初，CRB 工业原材料现货价格指数略高于 500 点，而支撑区域的底部大约在 370 点。这说明在触发反转信号前，商品价格还有很大的下跌空间。读者可以从网站 http：//www. crbtrader. com/crbindex/crbdata. asp 处获得最新的数据。

识别长期性趋势的反转

我们在识别长期性趋势和理解其特征时面临的一个问题是可供参考的历史数据点很少。图 4-5 提供了 CRB 工业原材料现货价格指数的历史。该指数的历史仅能回溯到 1948 年，再往前就只能用其他历史数据系列来代替，从而获得更长的样本区间。

在最近的 200 年，商品价格出现了 9 次长期性牛市和熊市，如图 4-5 中箭头所示。我们现在是处于第 10 个趋势。并非所有的长期性趋势都呈现出相同的特征。例如，19 世纪中后期的熊市是一个慢跌市，1920 ~ 1933 年的熊市经历了两波大幅的下跌，而 1980 ~ 2000 年的熊市主要表现为一个盘整的市场。这些不同的特点使得及时和准确地识别长期性转折点成为一件比较困难的事情。方法之一是通过非常长期的移动平均数来对数据进行平滑处理，从而更好地反映出潜在的趋势。遗憾的是，即使是在吻合度最好的时间区间运用上述指标也会出现若干次价格穿越移动平均线后发出无效的信号，这种情况多是由于数据的过度波动，其结果往往是发出信号的时间太晚。不过总的来说，平滑处理过的长期动量指标似乎能够提供更可靠的信号。

图 4-5 提供了一个例子，在该图中，我们将 360 个月（30 年）的移动平均数除以 60 个月（5 年）的周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

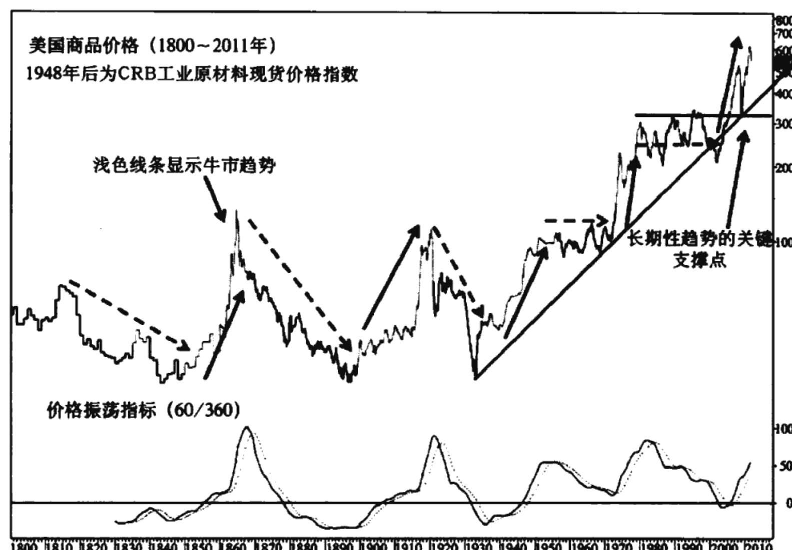


图 4-5 美国商品价格和长期动量指标

注：目前长期价格动量指标显示商品价格不断攀升，尚未出现近期会发生反转的迹象。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

图 4-5 中所用的 30 年的移动平均数显得有些过长，但请记住我们是在分析那些涵盖了很多经济周期的长期趋势，因此需要对数据进行长期的平滑处理。当振荡指标向上或向下穿过其 48 个月（4 年）的移动平均线时（图中下部的直线），就触发了长期性动量的买入和卖出信号。只要这个动量系列还处于上升趋势，我们就可以认为长期性趋势仍然是正向的，反之亦然。不要忘了，本书的主要图表以及相应的市场分析会在我们的网站 www. pringturner. com 定期更新。

抗通货膨胀资产的投资机会

对投资者来说，我们有一坏一好两个消息。坏消息是：在未来的 10 年，股票市场可能大部分时候都不景气；好消息是：实际资产市场的长期性牛市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还会持续下去，要参与其中还不算晚。当然，商品市场的牛市中也会出现周期性的调整，如2008～2009年的商品价格下跌，以及始于2011年的周期性下跌，这种下跌调整过程也会令投资者非常痛苦。

然而，如果你足够幸运、观察力足够敏锐，能够识别仍然处于长期性牛市的商品市场何时进入一个新的周期性上涨阶段，那么就有若干回报丰厚的投资工具供你利用。商品价格持续上涨的根本原因在于新兴经济体的经济增长。这些国家年轻的、数量不断增长的中产阶级贪婪地大量消耗着重要的自然资源。随着这些全球经济增长最快的国家的生活水平加速提高，能源、金属和农产品将面临越来越大的需求。而全球的供给要满足需求还得要比较长的时间，我们认为要最终实现供给和需求的平衡，非常有可能要等到21世纪第二个10年的后半期。

一些通货膨胀带来的投资机会包括：自然资源的囤积、大宗商品以及像巴西、加拿大和澳大利亚这样依靠资源出口的国家。这些投资领域在股票市场长期性熊市（商品市场的长期性牛市）的头十年给投资者带来了丰厚的回报。我们有理由相信这种情况还会延续到随后的十年。这里，我们为你参与投资这些和资源有关的行业提供一些建议。

当物价上涨时，能够给持有者带来良好回报的资产被称为**通货膨胀对冲资产**，因为它们能够对冲通货膨胀的负面效应，保护投资者的资产价值不缩水。例如，当美元走弱的时候，通货膨胀就会成为困扰投资者的一个问题。规避通货膨胀风险的策略之一是购买以加拿大和澳大利亚等主要资源出口国的货币标值的债券。另外一个明显的选择是投资能源、金属、矿山、农产品和森林资源行业的公司，享受资源价格上涨带来的好处。在商品价格大幅上涨的情况下，对这些资源类公司的股权投资能带来强劲的自由现金流和不断增长的股息分红，从而为投资者带来稳健的收入。还有一个选择是购买与某些特定的商品、行业或商品指数挂钩的自然资源交易所交易型票据（ETNs）。这里需要提醒读者的是：由于很多交易所交易型票据是基于期货合同的，由此产生的收益大多数都适用K－1报税表，因此在购买前一定要考虑由此对你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资组合的税收影响。贵重金属（黄金、白银和铂）也是一个可行的选择。此外，投资者还可以考虑美国和加拿大发行的和资源有关的投资信托，因为它们拥有的实际资产在通货膨胀中往往能提供可观的回报。

在过去的十年中，越来越多的投资从“纸质”资产（如货币）向“实际”资产（如贵重金属）转移。回想一下图4-2，图中显示了位于跷跷板两端的这两类不同的资产类别，以及投资如何从跷跷板的一端流向另一端。从本书前面部分对股票和商品的长期性趋势的分析来看，这种转换是以一种非常有规律的形式发生的。换句话说，一旦一个趋势开始后，可能就会持续20多年，目前我们所处的这个趋势仅仅展开了一半。商品价格的牛市很有可能是以一种抛物线的形状结束，在到达趋势的顶点时汇聚了为数众多的满怀期望的投资者，类似20世纪70年代末期的情况，或者是20世纪90年代后期高科技泡沫带来的股市狂热期。如果商品价格的走势出现上述情况，投资者就应该警觉了，因为这是一个股票市场长期性熊市即将结束的信号。只有在商品价格的长期性牛市结束以后，股票（纸质资产）市场新一轮的长期性牛市才会开始。新的投资题材将会引领下一轮股票市场的长期性牛市，但很有可能不会是和资源有关的行业。随着2020年越来越近，这些都是我们应该思考的问题。就目前而言，了解商品价格所处的长期性牛市并参与其中获利是一个明智的选择。

将这些抗通货膨胀的投资工具结合起来运用，投资者就有可能从目前持续的商品价格上涨趋势中获利，像史密斯夫妇这样的投资者才有可能对冲不断攀升的通货膨胀的负面影响。史密斯夫妇不是一定会成为通货膨胀的牺牲品，他们也可以在不断攀升的通货膨胀中获利。



要点

1. 只要商品价格处于长期性上升趋势，股票市场就很可能处于长期性熊市。
2. 实际资产（如商品和黄金等）的价格走势一般情况下和纸质资产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格走势相反。

3. 随着商品价格的上涨，如何保护自己资产的购买力不受通货膨胀的侵蚀成为投资者面临的一个越来越重要，同时也越来越困难的任务。
4. 在商品市场的长期性牛市中要利用抗通货膨胀资产带来的获利机会。

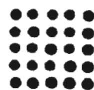


史密斯夫妇的疑问

问：有些评论者认为，美联储通过其量化宽松政策发行了过多的钞票，这将会引发通货膨胀。但是，也有人提醒我们说：美国政府借债过多，迟早有一天会破产的，而这将会造成通货紧缩。你觉得呢?

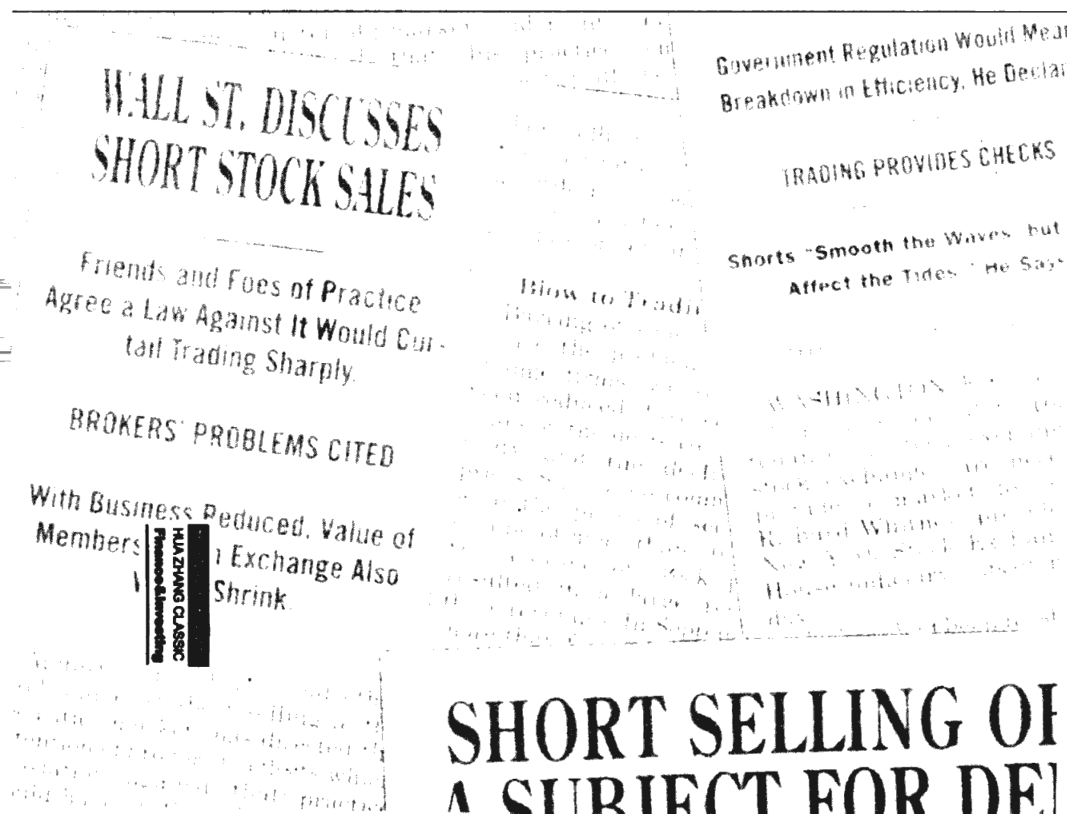
答：美国债券市场的投资收益率已经经历了31年的下跌走势，我们相信这种情况不久就会发生改变。如果你观察以前的转折点，债券的收益率一般不会突然发生反转，而是要经过一段较长的盘整后才开始向上攀升。我们认为这次可能也是如此。如果真是这样，这就意味着美国和欧洲国家政府为了解决过度负债的问题可能会采取财政紧缩政策，由此带来的通货紧缩的效应会让债券的收益率经历数年的盘整波动。同时，我们还认为美联储向银行系统注入了太多的钱，这种流动性最终将从银行系统传递到商品和服务的价格上，引发通货膨胀。我们将通过网站 www. pringturner. com 和读者分享我们最新的观点。该网站免费向公众提供图表、文章和投资快讯周刊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 5 章
Chapter 5

留心利率趋势出现向上的转折



WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members[...] Exchange Also Shrink

Government Regulation Would Mean Breakdown in Efficiency, He Declar[...]

TRADING PROVIDES CHECKS

Shorts "Smooth the Waves" but Affect the Tides," He Says

SHORT SELLING OF[...]
A SUBJECT FOR DE[...]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在第4章中，我们指出当下大宗商品价格上涨的长期趋势可能会持续，我们将面临更高的通货膨胀率。在这种情况下，史密斯夫妇可能会问，这对他们的债券投资会有什么影响。在我们讨论利率变化的长期趋势前，有必要先简要地说明一下和利率有关的基本概念。刚接触投资的新手有时会被投资界使用的各种术语搞得晕头转向。在讨论债券投资时，“收益率”和“利率”常常可以换着用，但实际上这两个概念是有区别的。“利率”是债务投资工具（各种债券）发行时给出的回报率，一旦发行后一般就不再改变。债券的“利率”常常也被称作“票面利率”，债券发行时的利率一般表示为债券本金的某个百分比。一旦发行后的债券上市交易，其价格就会随着整体市场环境、发行债券的公司的信用等级的变化以及社会整体利率水平的变化而波动，**这就是收益率**。世界在不断地变化，债券的价值也随着社会整体利率水平的变化而变化。当新的债券在市场上以不同的利率发行时，已经存在的，或者说先前发行的债券如何与之竞争？答案是：已有债券的价格和收益率必须进行相应的调整。理解这个过程最容易的方式是想象一个跷跷板，跷跷板的一端是债券的价格，另一端是债券的收益率（见图5-1）。

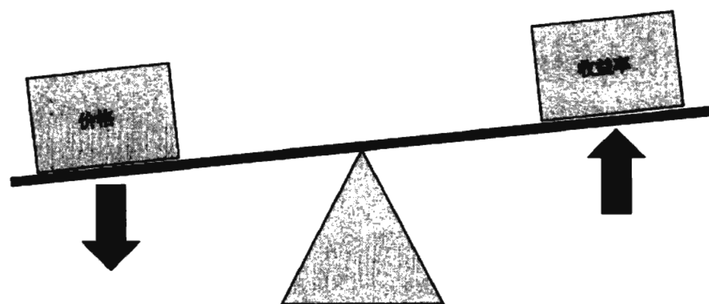


图5-1 债券价格和收益率之间的关系

注：当利率上升时，债券价格下跌。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

例如，如果当前市场的收益率上升，已发行的债券的价格就会下跌；而如果市场的收益率下跌，已发行的债券的价格就会上升。很重要的一点是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券距离到期日越长，债券价格的变化就越大。因此，长期债券的价格波动性大于短期债券。当我们讨论债券价格或收益率的长期趋势时，请记住图5-1中的跷跷板，它有助于理解我们所讨论的内容。

那么，债券的长期前景如何？对史密斯夫妇的投资组合有什么样的影响？股票市场的长期性熊市让很多沮丧的投资者逃到债券市场这个相对安全的地方来“避难”，带动了债券市场的兴旺。自1981年达到一个高位后，利率就不断下跌，债券价格相应不断上涨。债券市场的这种长期性牛市投资者一生中只会遇到一次。当我们回顾历史的时候，人人都能看到过去的机会，但在当时却很少有人能抓住。30年前的1981年，美国国债的收益率为15%，这是一个难以置信的投资好机会，却很少有人去抓住这个机会。相反，投资者对债券价格的下跌和已肆虐了债券市场40年的通货膨胀深怀恐惧。当时货币市场基金的收益率几乎和长期债券相同，而且前者具有很高的流动性，没有本金风险，这种情况下谁会去投资长期债券呢？随着利率越升越高，货币市场基金的收益率上升，投资者的回报也随之提高。我们当时也在管理投资组合，对投资者的心态记忆犹新。投资者的想法大概是这样的：“为什么要去买长期债券，承担利率进一步上升带来的亏损风险？”这个问题作为投资顾问确实不好回答，因为在此前的40年中，客户投资组合中的长期债券断断续续地在亏钱。为了应付这种局面，证券经纪人在接近年终的那几个交易日为他们在长期债券投资上亏损的客户提供一种被称为税收亏损收割（tax-loss harvesting）的年度服务，他们将客户出现亏损的长期债券卖出，买入新的债券，客户由此产生的资产损失可以在税前扣除，由此降低了应税收入。实际上，这种策略是将客户在长期债券投资上的账面亏损转变为实际亏损。这样做肯定能让证券经纪人赚取更多的交易佣金，让他们的日子更好过，同时也让客户税务助理高兴。但不幸的是，客户只能痛苦地看着他们长期债券投资组合的价值逐渐缩水。

这种每年末为了实现税前抵扣而进行的卖旧买新的操作是以前的事情，因为很多年来都不需要这样做了。不幸的是，我们认为债券投资者有必要在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今后的10年中重新熟悉这种税收亏损收割做法。如果债券市场下一轮新的长期熊市一旦到来，投资游戏规则就得改变。我们首先看看1860年以来的美国长期国债收益率的变化，这将有助于我们识别债券市场长期趋势的变化。图5-2中显示的时间序列是美国30年定期国债的收益率，1994年前的数据是20年定期国债。

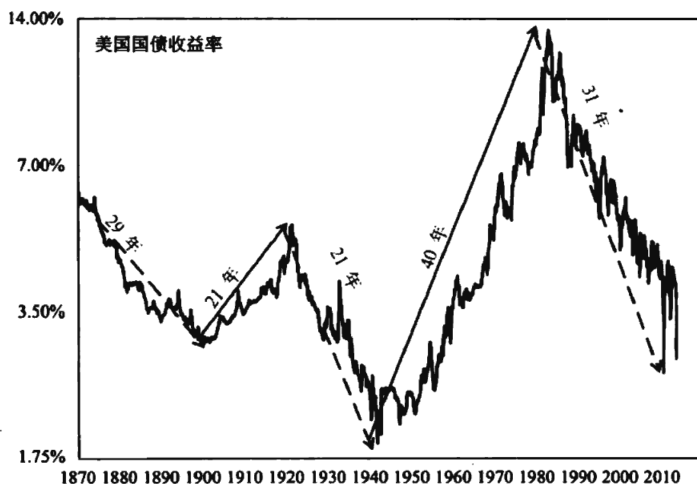


图5-2 美国长期国债收益率的长期趋势（1870～2011年）

注：美国长期国债的收益率自1981年以来经历了一个长期下跌的趋势（债券价格的牛市）。我们可能即将面临一个长期趋势的转折点。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

很明显，债券收益率的趋势比同期波动极大的大宗商品价格趋势的表现要好得多。这对债券的投资者是有利的，因为这种情况下比较容易识别债券收益率长期趋势的反转。图5-2中的箭头显示了自1870年以来债券市场的5个长期趋势，其中债券价格的2个熊市（债券收益率的牛市）平均长达30年，债券价格的牛市（债券收益率的熊市）平均长达25年。自1981年起，美国债券收益率进入一个长期下跌的趋势（债券价格的牛市），到2012年年初，已持续了31年。从持续长度来看，本次债券价格的牛市已经持续了很长时间。因此，我们相信潜在的趋势转折点可能近在眼前。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于年龄70岁出头的史密斯夫妇来说，债券收益率长达31年的下跌趋势意味着他们经历了一个受益匪浅的债券市场的牛市，且这个牛市的长度和他们个人的投资生涯差不多长。当利率随着每个经济周期越走越低，债券的价格越涨越高。在此期间，债券收益率出现的任何周期性上升都是暂时的，随之而来的是比前期更低的收益率。住房拥有者都想通过办理转按揭贷款来减少每个月支付的按揭款。随着债券价格的攀升，他们的债券投资，无论是某个定期债券还是债券基金，都为他们提供了稳定的现金流收入（利息）和本金的增长。的确，要是史密斯夫妇在此前的十年将全部投资都放到债券上，他们就会逃过其间股市发生的两次毁灭性的大幅下跌。

我们想表达的意思是：史密斯夫妇大部分的投资生涯都是在利率下跌的环境中度过的。像他们时代的任何一个投资者一样，他们对利率上升可能带来的投资环境的变化一无所知。他们习惯性地期待债券价格继续上涨，高质量的债券投资工具被认为几乎是无风险的投资。债券投资者中弥漫着自鸣得意的心态和虚假的安全感。这是一个危险的情况，因为这意味着很少有人对可能到来的长期趋势反转有所准备。然而，历史为我们提供了最好的借鉴：没有任何长期趋势会永远持续下去。今天，债券收益率发生反转，掉头上扬的市场环境已经成熟。大多数投资者还从来没有经历过利率越来越高，债券价格越来越低的债券市场长期熊市。因此，很多投资者对于即将面临的挑战都还没有准备好，当长期趋势发生逆转时，他们很可能无法及时调整自己的预期。

利率的长期上升趋势对投资者意味着什么

2000～2011年，和处于长期熊市中的股票相比，债券表现非常不错。对同时包含股票和债券的投资组合而言，股票的表现不佳，而债券的回报令人满意。尽管股票的表现波动很大，收益欠佳，但投资组合的整体收益还是正的。不过，如果债券收益进入长期上涨趋势，长期债券的价格就会下跌，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再成为投资者的安全避风港。的确，下一个十年有可能同时成为**股票和债券投资者的失去的十年**，这是自 20 世纪六七十年代后投资者就再没有经历过的双输市场格局。幸运的是，我们开发出了必要的工具，这些工具帮助我们度过了艰难的 20 世纪 70 年代并颇有收益，我们将在随后的章节中与本书的读者分享。

图 5-3 中不同的收益率假设显示了如果债券的收益率出现意料之外的上升，对债券投资者将会带来什么样的伤害。例如，20 年国债的收益率可能从 2012 年年初的 2.75% 上升到 2 年后的 5%。如果真的出现了这种情况，原来面值 100 000 美元的债券将会下跌到 78 830 美元，给投资者带来 21.2% 的损失。

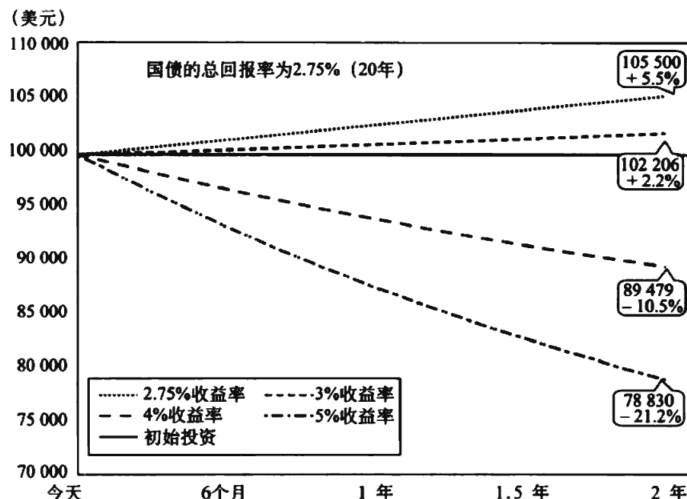


图 5-3 利率上升使债券持有者遭受本金损失

注：当利率上升时，债券持有者可能会遭受较大的本金损失。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

考虑一下债券投资者在今后 10 年、20 年或 30 年的债券长期熊市中将会蒙受的巨大损失，类似 20 世纪六七十年代的情况。当前市场上债券的微薄的利息收入根本不足以抵挡利息哪怕上升一点点所带来的价格损失。当投资者经历了利率的长期下跌趋势之后，投资者的预期也会相应受到影响，因为他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们已经习惯于越来越低的利率了。这很容易理解。如果利率在若干年内一直维持在3%~4%的水平，大家就会对这个利率水平习以为常。这种情况下要投资者接受利率水平会上升的前景是非常困难的，即使是仅仅上升到6%的历史平均水平——其结果是投资者一生仅会经历一次的大屠杀。

在上面的例子中，如果利率在2年后温和地上升到5%，票面利息2.75%的20年期国债就会蒙受20%以上的损失。你是否认为这不可能发生？请记住，在1981年10月当20年期的国债收益率高达15%以上时，10%的水平被认为是无法想象的低。到了1983年5月，仅仅19个月之后，市场的收益率就已经降到之前认为的“无法想象”的低水平上了。

为什么我们坚信利率在下一个十年中会上升？要解释这一点，我们需要讨论一下债券收益率变化的主要推动因素——通货膨胀率。通货膨胀之所以重要是因为当通货膨胀吞噬货币的购买力时，投资者就会要求更高的投资回报作为补偿。债券投资者对固定收益工具的投资回报通常包括两个部分。第一个部分是风险溢价。例如，住房按揭公司对信用评分低的客户会比对信用评分高的客户收取更高的利率，债券投资者也是如此。第二个部分是通货膨胀溢价，这部分对投资者更重要。这是因为债券投资者不仅要求收回本金，而且要求能收回其本金的真实购买力。他们对通货膨胀的风险非常关注，要求投资的回报率要高于通货膨胀率。

所有这些都意味着从长期来看，大宗商品价格、通货膨胀率和债券收益率的走势之间存在着很强的相关性。事实上，大宗商品价格是债券收益率的一个稳定的领先指标。你可能会想，为什么会是这样？在经济复苏的初期，市场对库存商品的需求开始上升，需求和供给之间的平衡开始向需求方加重，因此价格上升。债券市场的参与者注意到大宗商品的价格在上升，他们预期通货膨胀会进一步加剧。他们开始卖掉在通货膨胀环境中表现不佳的固定收益工具，从而推高收益率。在本书第6章深入分析经济周期时，我们会更详细地讨论利率和通货膨胀之间的关系。现在很重要的一点就是，我们要理解高通货膨胀率（大宗商品价格上涨）会导致高利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们还可以进一步说，大宗商品价格也有很强的倾向在长期趋势转折点处领先收益率变化。如果目前大宗商品的长期价格趋势是上升的，债券收益率的变化也应该是朝着同一个方向上升。不幸的是，如果利率在上升，债券价格就会下跌。随着债券价格的下跌和通货膨胀吞噬债券本金的购买力，债券的投资者就会面临双重的损失。在目前股票市场所处的长期性熊市的头十年，这不是一个问题。正如我们在前面所解释的，在这段时期，债券价格持续上升，债券被投资股票的人看作是一个安全的避风港。但是，如果通货膨胀来了，股票和债券的投资者都会感到压力，剩下的长期收益前景较好的投资工具就只有大宗商品和某些抗通货膨胀的股票了。

识别信用市场长期趋势的反转

从历史来看，美国债券的收益率和股票及大宗商品的价格一样，不断地在长期牛市和长期熊市之间转换，这种情况可以追溯到19世纪中期。2008年的次贷危机以后，经济学家就在争辩政府出台的财政刺激政策和极度宽松的货币政策（量化宽松政策，阶段1和阶段2）是否会引发显著的通货膨胀，或者这些措施最终会落入流动性陷阱。流动性陷阱是凯恩斯主义经济学的一个术语，它是指宽松的货币政策，无论是通过降低利率还是增加货币供给，都无法刺激经济，并最终造成通货紧缩。这也被称为“推绳子”。[⊖] 无论如何，这将会使股票市场的长期性熊市持续得更久。然而，流动性陷阱对于高质量的债券来说却是一个正面因素，因为流动性陷阱的出现意味着大宗商品价格的下跌和经济增长走弱。我们这里不是想讨论经济学，而是想分析大宗商品市场和债券市场的长期趋势以及两者之间的关系，从而了解这些市场的变化对未来通货膨胀/通货紧缩的前景能提供什么样的线索。我们用于识别利率长期趋势反转的方法之一是基本趋势分析，如图5-4所示。

现在，我们来看看如何构建趋势线，以便我们能更好地理解趋势的特点。

⊖ 指货币政策失效，就像推绳子不能移动物体，要拉绳子才行。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当绘制趋势线时，我们的目的是复制基本趋势。趋势线的时间越长，对基本趋势的反映就更好。此外，趋势线越长，就能够监控更长期的趋势，所显示的趋势反转后市场反应也更显著。如图5-4所示，一条呈锯齿状线很好地显示了整个趋势线。判断长期趋势反转的信号有两部分，当一条能看出明显方向的长期趋势线被穿过后，就发出了第1部分的信号。

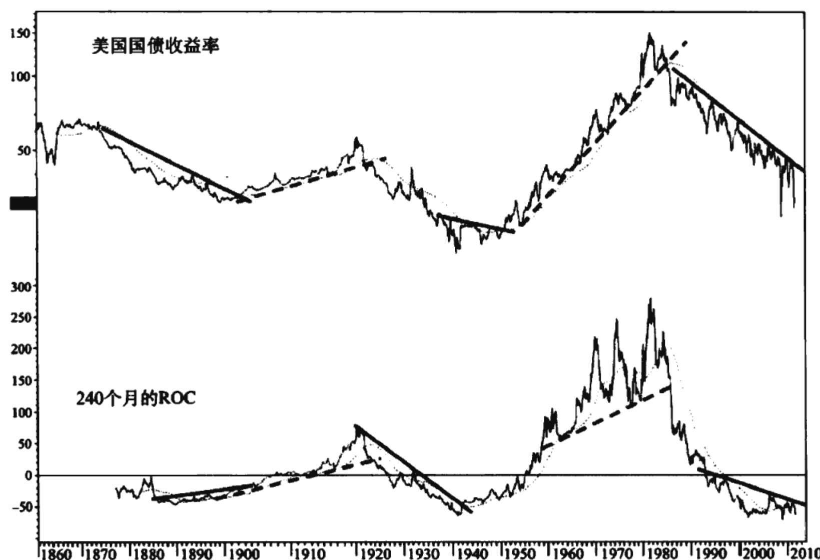


图5-4　美国国债收益率和长期动量

注：在2012年年初，债券收益率和长期动量都处于低位，债券收益率的长期下跌趋势仍然未变。但是，趋势反转之日也许已经不远了。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

图5-4下半部的变动速度指标（ROC）用于识别周期性节奏的长期变化。当收益率穿过趋势线，确认了动量的突破时，就发出了第2部分的趋势反转信号。从图中你可以看到这个最简单的方法产生了4个可靠的长期趋势反转的信号。不是所有的长期趋势都可以这么方便地让我们识别其反转的信号，但是在21世纪的第二个十年，我们很可能会幸运地遇到这种情况。这是因为始于20世纪80年代初的收益率变化形成了一条明显的下跌趋势线。同时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ROC 指标也显示出一条明显的趋势线来。在 2012 年年初，收益率和 ROC 指标时间序列的变化方向没有发生变化，显示债券收益率的长期下降趋势和债券价格的长期上升趋势依然如旧。

另一个有用的反转信号触发机制是将收益率 9 个月的指数移动平均线（EMA）的位置和 96 个月（8 年）的指数移动平均线的位置进行比较。指数移动平均线本质上和简单移动平均线是一样的，只是前者对时间越近的观察点给予越大的权重，因此前者的变化更快。在图 5-5 的上半部，收益率走势的深色线条部分显示了收益率的熊市阶段，此时中短期的 EMA 线处于长期 EMA 线的下方（见图 5-5 下半部）。

在图 5-5 的上半部，收益率走势的浅色线条部分显示了收益率的牛市阶段。当然，在过去的 150 年，上述的信号机制也发出过一些杂音或假信号，例如 19 世纪 90 年代和 20 世纪 30 年代出现的向上突破的假信号。但是，在截至 2012 年的近几十年，该信号机制十分有效。最后一次假信号出现在 20 世纪 50 年代。自 20 世纪 80 年代初期以来，9 个月的 EMA 线的位置一直处于 96 个月的 EMA 线的下方，图 5-5 的下半部将这两条移动平均线的位置显示得很清楚。从图中我们还可以看出 9 个月的 EMA 线多次企图上穿 96 个月的 EMA 线，但都没有成功。9 个月的 EMA 线无法成功上穿并发出趋势反转信号的情况持续得越久，96 个月的 EMA 线作为一个动态的阻力区的作用就越显著。这就意味着一旦 9 个月的 EMA 线上穿成功，这将是收益率长期下跌趋势发生反转的准确信号。当阻力区（EMA/趋势线）最终被突破后，我们认为就是目前收益率长期下跌趋势的终结信号。在 2012 年年初，30 年期国债收益率的趋势线和移动平均线大约处于 4.4% 的水平。

我们在前面曾经指出，从历史来看，债券的收益率在绝大多数时间呈现出长期上升和长期下跌交替的走势。但是，如果你仔细研究图 5-5，你会发现在长期下跌趋势的底部，收益率常常会经历很长一段时间的横向盘整，然后才掉头向上。1886 ~ 1906 年和 1939 ~ 1951 年就是这种情况。换句话说，如果 2007 ~ 2008 年经济衰退后政府采取的大规模货币刺激政策由于我们前面讨论过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

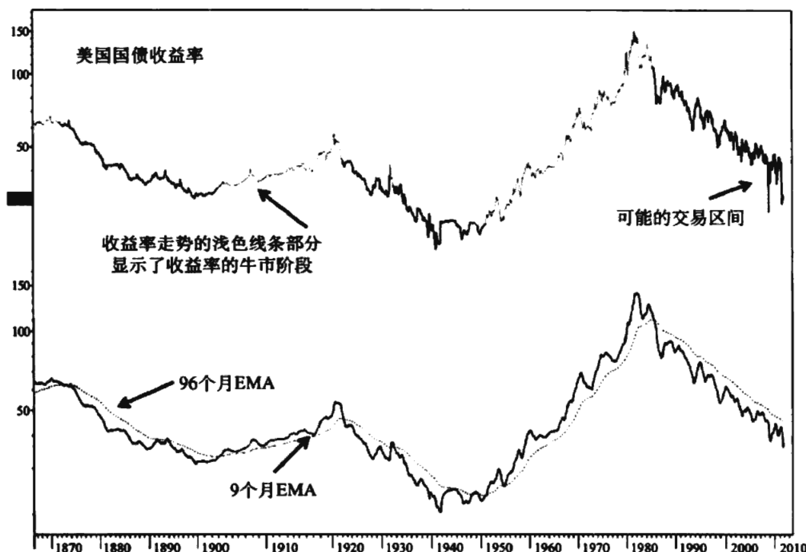


图 5-5 美国国债收益率和长期趋势指标

注：收益率长期下跌趋势发生反转的信号还没有发出，当该信号发出时，表明债券市场的长期趋势由牛转熊。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

的政府债台高筑的问题而没有立刻转化为通货膨胀，那么在下次长期性通货膨胀来临之前，我们很可能会经历一段时间的通货紧缩和在更低水平盘整的利率。

我们的感觉是，如果21世纪的第二个十年果真出现了通货紧缩，这种情况将是暂时的，并最终会被通货膨胀所取代，过去如此，将来也会如此。

大宗商品价格在长期下跌趋势的底部领先于债券收益率

在绝大部分时间，大宗商品价格的长期趋势和债券收益率的长期趋势的方向是一致的。因此，一般说来，如果大宗商品的价格处于一个持续的上升趋势中，那么债券收益率也会处于相同的趋势。有证据显示，大宗商品长期趋势的转折点领先于债券收益率的长期趋势转折点（见图5-6）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观察图 5-6，我们可以看到此前出现过两次债券收益率的长期上升趋势，在这两次上升趋势开始前，大宗商品的价格都率先触底。大宗商品的价格下次是否还会再次领先于债券收益率的转折？当然，由于只有两个历史数据点，我们在推测未来的情况时应该非常小心。但是2001 年大宗商品价格触底比 2008 年债券收益率下探低点领先了 7 年时间，这和历史上前两次的情况是一致的。

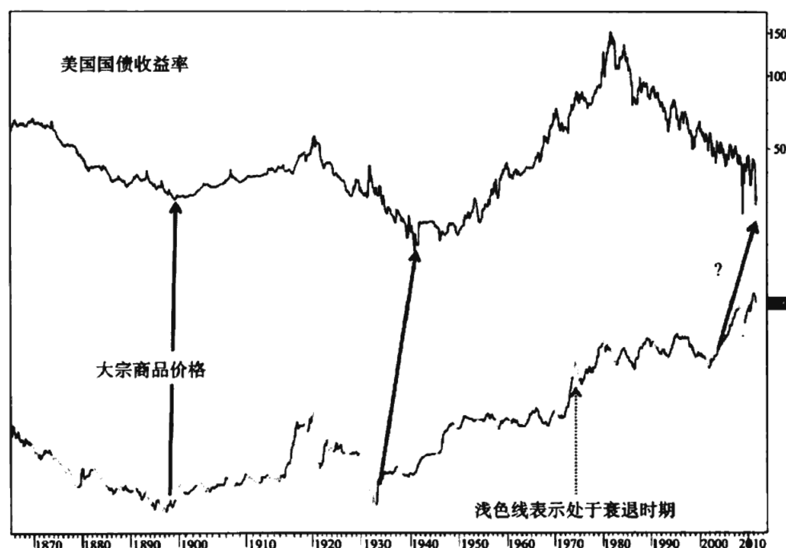


图 5-6 美国国债收益率和大宗商品价格

注：大宗商品价格的长期趋势转折点领先于债券收益率的长期趋势转折点。2001 年大宗商品长期趋势的底部是否会预示着债券收益率也即将触底，然后反转走高？

资料来源：Pring Turner Capital Group.

和通货膨胀/通货紧缩之间的关系

图 5-7 显示了大宗商品的价格和债券收益率与物价变化之间的关系（通货膨胀/通货紧缩）。当大宗商品/债券比率上升时，意味着大宗商品价格的走势强于债券收益率的走势，是通货膨胀的表现；当大宗商品/债券比率下降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，意味着债券收益率的走势强于大宗商品价格的走势，是通货紧缩的表现。

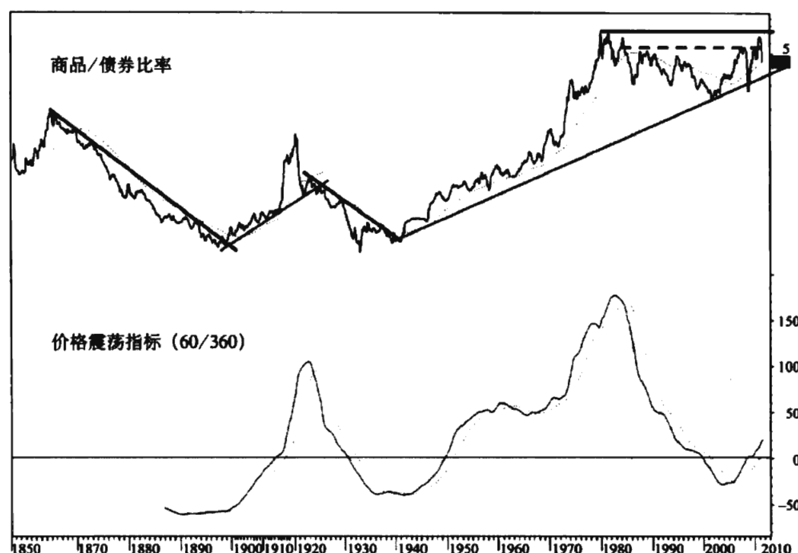


图 5-7 通货膨胀/通货紧缩比

注：当该比率上升时，大宗商品价格的表现好于债券的收益率的表现（通货膨胀），当该比率下降时，债券收益率的表现好过大宗商品价格的表现（通货紧缩）。该比率的动量震荡指标显示商品价格的走势开始强于债券收益率的走势。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

一般说来，该比率变大意味着大宗商品的价格在上升，而债券的收益率在下降。但是，也有可能是大宗商品的价格和债券的收益率都在上升，只是大宗商品价格上升的幅度更大。还有可能是两者都在下跌，但大宗商品价格下跌的相对幅度小一些。当大宗商品/债券比率突破其趋势线时，就发出了该比率的长期趋势出现反转的可靠和及时的信号。该比率的走势在长期上升和长期下降之间转化，分别反映了通货膨胀和通货紧缩两种倾向。但是，自1980 年以来，该比率基本上处于一种宽幅振荡的格局，并在 2011 年差一点向上突破，形成上升趋势，但最终还是未能超过 1980 年形成的高点。如果我们按另一种稍微不同的方式来构建趋势线（图 5-7 右上角的虚线），那么我们有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理由认为在2011年出现了突破的信号。但正如图中所示，这很快将被证明是虚假信号。如果大宗商品/债券比率摆脱1980年后的盘整格局，向上突破，那么这就应当被看作一个长期通货膨胀趋势的重要信号，因为这意味着大宗商品的价格走势在随后若干年会强于债券收益率的走势。请注意，从此前通货膨胀时的情况来看，图5-7下半部中的长期动量振荡指标（用该比率60个月的移动平均值除以360个月的移动平均值）仍处于上升阶段的初期。2012年年初长期动量指标相对低落的位置也支持大宗商品/债券比率始于1980年的盘整格局将最终实现向上突破的看法。

最后，图5-8显示了大宗商品/债券比率穿过其长期趋势线的时点领先或同步于20年期国债的收益率穿过其长期趋势线的时点。目前债券收益率处于下跌的趋势，同时大宗商品/债券比率已持续了30年的盘整格局还在持续。但是，如果上述趋势发出反转，这将是通货膨胀来临的强烈信号。

结语

显然，迄今为止还没有出现债券收益率长期趋势的反转信号，因此我们认为始于1981年的债券收益率下跌趋势还在持续。但是，有一个现象可能向显示目前的债券价格长期涨势已经到顶了，那就是市场参与者最多的时候通常也是达到最高点，即将掉头向下的时候。1982～2000年股市的长期性牛市中，富达基金公司旗下的麦哲伦基金是世界上资产规模最大的共同基金。2012年，世界上资产规模最大的共同基金是太平洋投资管理公司所管理的PIMCO全面回报基金，而这是一只债券基金！也许，到了本轮大宗商品长期牛市的末尾，全球最大的基金将会是和大宗商品有关的基金。当我们接近大宗商品长期牛市的顶部时，贵金属、能源或与农产品有关的资产是否会成为热门的投资领域？只有时间会向我们揭示最终的答案，但我们认为随着债券市场的牛市接近尾声，资金最终会从今天的热门投资领域（债券）流向大宗商品。人性就是这样，作为个人，我们总是喜欢模仿大多数人的行为，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

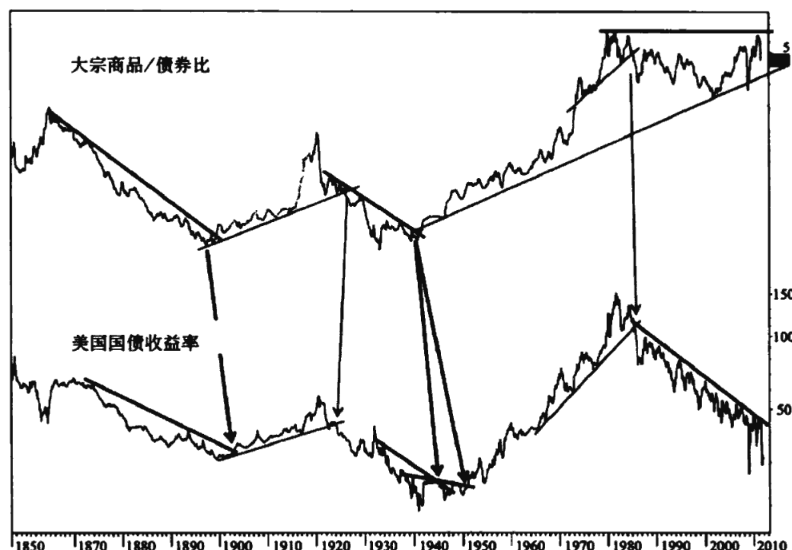


图 5-8 通货膨胀/通货紧缩比和债券收益率

注：如果图中这两个指标的走势发生反转，我们很可能会迎来强劲的通货膨胀。债券持有者应该高度警觉，做好改变投资策略的准备。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

这样才会让我们感觉自在。随着价格在很长一段时期内的不断上升，我们的信心也越来越足，在价格到达顶点处时，我们对未来的期望和所做出的预测若放在趋势开始时一定是非常可笑的，但在此时却被人们深信不疑。我们周围的每一个人都有着同样的期待，这时要说服人们改变他们的看法非常困难。大宗商品长期趋势转折点处的情况就将会是这样。

但是，目前债券收益率的长期熊市（债券价格的牛市）将会如何发展？正如本书前面分析过的，债券价格的牛市很可能已经进入了最后的阶段，很多长期指标都处于即将发出下一次反转信号的位置。美国金融市场的历史显示：大宗商品长期熊市触底的时间先于利率长期熊市触底的时间。这和 21 世纪第二个十年开始时的情况是吻合的，大宗商品的价格在 2001 年就已经见底。一旦 30 年期的国债收益率向上突破 4.4% 的水平，这就是一个信号，告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诉你最好对利率继续大幅走高（债券价格下跌）、大宗商品价格上涨和当下股票的长期性熊市的持续有所准备。利率的下一轮长期性上涨趋势很可能会最终造成利率大幅攀升，因为这是一个长期性趋势的转折，新的上涨趋势可能会持续几十年。

长期性趋势的一个非常微妙之处在于，它们往往是在你没有防备的情况下到来。在长期趋势反转后的最初几年，债券收益率的上升和债券价格相应的下跌会给债券投资者带来几十年未遇的挑战。当我们回顾历史上利率长期性下跌趋势的底部时，我们会看到利率的反转不是瞬间就发生了的，而是要经历长达若干年的盘整。如果我们假定当下的债券收益率在次贷危机前的2007年进入底部盘整阶段，那么很有可能这种没有明确方向的盘整会持续到21世纪第二个十年的中期，然后债券的收益率和大宗商品价格才会分别开始它们下一轮的长期上升趋势。情况是否真会如此发展，我们显然没有完全的把握。只要30年国债的收益率仍然处于2007年的水平之下，我们就没有预言收益率的长期趋势反转即将发生所需要的依据。有了本章所讨论的知识，投资者就能对将来投资面临的挑战有所预见，有所准备。现在绝不是坐在那里，放松你自己的时候，你应该为第二个失去的十年制订一个投资计划，对各种可能的挑战都要有所准备。



要点

1. 在2012年年初，债券市场的长期牛市已经持续了31年，投资者对可能发生的重大趋势转折应该有所警觉。
2. 即使利率在目前非常低的水平上涨一点点，都会使债券投资组合蒙受重大的损失。
3. 商品价格和债券收益率之间的关系存在相当大的不确定性，但长期看来是正相关的。
4. 如果债券收益率长期趋势的变化得以确认，你就应该在债券投资组合上采取更倾向于防守的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



史密斯夫妇的疑问

问：当债券市场的长期性熊市到来的时候，我们应该采取什么样的策略来保护我们的投资组合？

答：债券的种类繁多——公司债券、市政债券、外国债券、机构债券、和通货膨胀率挂钩的债券以及国债等。我们先把关注点放在美国国债市场：这曾是被世界各国投资者看作无风险的资产类别。我们现在仍然可以这样认为吗？正如我们先前所分析的，债券的长期性牛市已经持续了31年，算是很长的一段时期了。在2012年年初，10年期国债的收益率在2%以下，而30年期的国债的收益则在3%以下，处于数十年来的低点。值得注意的是，债券的收益率是在2011年夏天标普历史上首次决定调低美国国债的信用等级后不久触到这些低点。标普将美国国债从AAA级下调到AA级，理由之一是对美国政府预算存在的巨大的结构不平衡担忧。但无论是投资者对欧洲国家主权债务问题的关注还是伯南克领导下的美联储出台的政策导致美国国债信用等级被调低都没有对债券收益率产生影响，债券的收益继续下降，而债券价格继续上升。债券的此轮长期性牛市还会持续多久？美国国债市场是否存在泡沫？没有人能回答这些问题，但我们的确知道债券市场的本轮长期性牛市已走完其大半历程，投资者最好对可能出现的趋势转折保持足够的警觉。那么，如果发生了转折，投资者应该采取什么样的策略来保护自己的债券投资组合呢？

如果目前债券市场价格上升的趋势发生了转折，投资者就需要认真重新评估他们的投资策略，因为这种趋势转折可能会给他们的债券投资带来巨大的损失。投资者策略的调整包括战术和战略两个层面。在一个不利的投资环境中，基本的调整包括：①减少配置在债券上的资金比例；②降低所持债券的平均到期日；③增加对冲通货膨胀的投资工具的资金配置比例，从而和投资组合中固定收益的投资进行部分对冲。降低所持债券的平均到期日的方法之一就是构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建一个短期的债券梯（bond ladder），确保在一个更短的期限内完全收回本金。债券梯策略可以让投资者不断地将到期的债券进行滚动投资，获得更高的复利并同时保护本金的价值。TIPS是指通货膨胀保值国债，它们利息不高，但本金部分与通货膨胀率挂钩。这种债券的历史不长，没有在高通货膨胀时期发行过，因此在某种意义上说，还没有经历过时间的考验。但这种债券为投资者在普通国债之外提供了另外一个投资选择，使投资者在通货膨胀时期在债券投资上有了一搏的机会。一些发达国家也发行了各自的TIPS。例如投资加拿大和澳大利亚的通货膨胀保值债券就为投资者提供了通货膨胀保值和对冲美元走弱的风险的手段。

问：美国国债之外的其他固定收益工具有哪些？

答： 为了在债券投资上获得满意的收益率，除了美国国债，投资者还必须找到一些替代的投资工具，有时这些投资工具来自于意想不到的地方。例如，投资者认为新兴市场的政府债券的风险比美国国债高，但事实果真如此吗？如果一个国家的债券收益率处于历史低位，政府债务巨大且不断增加，经济发展缓慢，人口老化；而另一个国家的债券有着令人满意的收益率，政府债务负担小，经济增长迅速，劳动力人口年轻。哪个国家的债券你更愿意投资？我们认为在投资组合中应该给新兴市场的债券一席之地（一些交易所交易基金以美元或当地货币的形式进行这种投资）。另外一个可选的工具是公司债券，其收益率要明显高于国债。很多公司的财务状况近年来都有很大的提升，其财务健康程度好于公共部门。你愿意持有哪个债券，希腊的国债还是IBM的公司债券？

高收益率的公司债务对股票市场的波动可能比较敏感，但是在投资组合中加入一些信用等级较低的公司的债券有助于提升投资组合的整体收益率。对于那些面临较高税率的高收入阶层来说，市政债券提供了和美国国债相同或甚至更高一点的收益率，但前者的收益是免税的。但是，这里我们要提醒投资者的是：市政债券也有不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的种类，并非随便买哪种都一样，要挑选适合你的那种。一般的原则是选择那些有较强偿债保障的市政债券，比如一般责任债券，这种债券以政府的信用及征税能力作为偿债担保。此外，以某个主要服务项目的收入作为担保（例如供水、排污或收费公路等）的主要目的收益债券也具有较高的安全性，特别是和其余市政债券种类相比。

剩下的就是缺乏偿债来源担保的其他各类市政债券，地方议会的议员和官员每年得想方设法去寻找资金来源，以保证这类债券的还本付息。考虑到近年来地方财政收支的紧张状况，这对投资者来说不是一个很好的感觉。此外，尽管这些债券都有保险，但债券保险几乎没有什么价值，因为如果出现了大额的违约情况，很多保险公司都没有足够的资金来弥补这种损失。如果投资者选择的市政债券的还本付息是由地方税收或稳定的项目收益作为保障，同时还有保险，那当然很好。但我们不建议投资者购买仅靠保险公司担保的市政债券。

最后，我们推荐投资者购买支付股息的优质公司股票，特别是那些长期以来股息一直稳中有升的公司。很多全球知名的蓝筹股的股息率（股息不断增长）高于美国国债的收益率。具有长期投资视野和耐心的投资者很可能从这些股票中获得的股息率都要高于目前处于低位的国债收益率。这类公司被视为投资组合中的核心资产，是保守型投资组合的稳定基础。的确，这些股票时不时也会出现暂时的大幅下跌，但从长期来看，它们的表现要胜过国债。

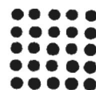
问：上一次债券市场的长期趋势由好转坏是在20世纪40年代。当时发生转折的原因是什么？什么样的因素现在会引发利率上涨？

答：每次长期性趋势的变化都是独一无二的，都有其出现长期性转折点的自身原因。债券市场下一次主要趋势的转折也会和此前的情况有所不同。在20世纪40年代的那次转折中，此前美国国债的收益率在大萧条的通货紧缩时期大幅下跌，在40年代的初期处于极低的水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

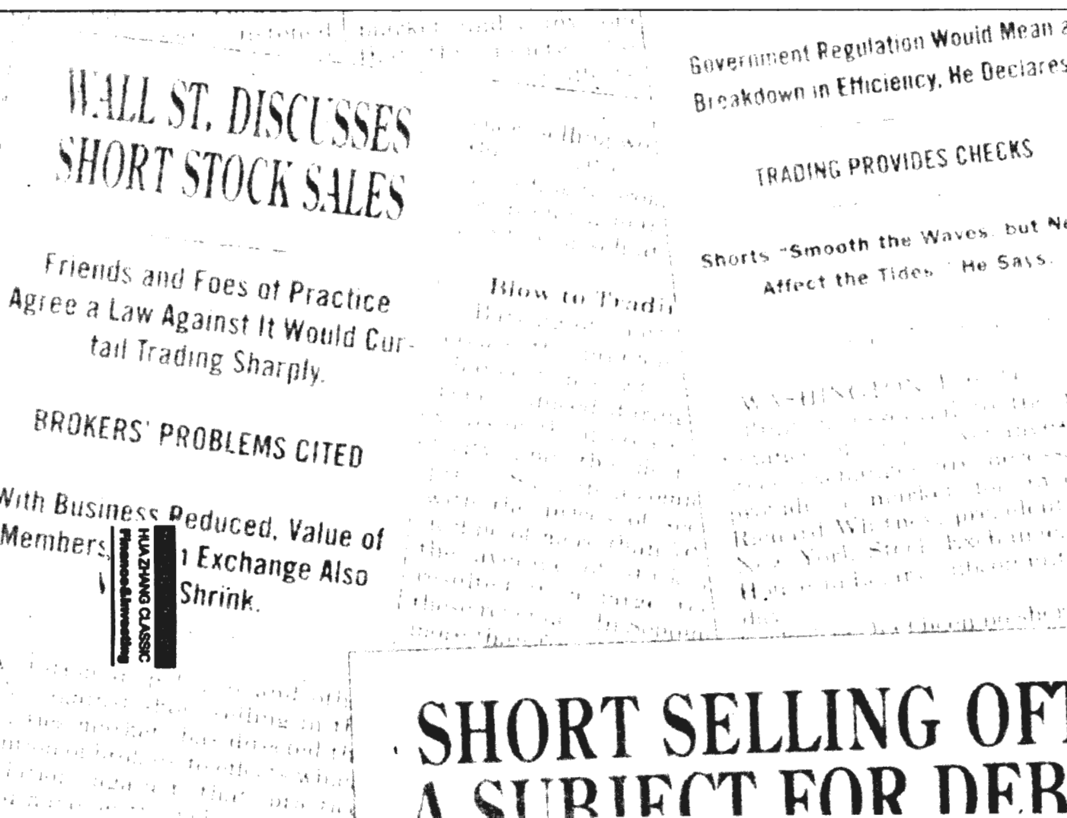
平。随着第二次世界大战的结束，美国经济在战后的全球重建中得到迅速的发展，制造业成为最大的受益者。同时，随着退役回家的士兵开始购买房屋，建筑业和消费品行业的产能几乎发挥到最大。利率水平随着每个经济周期的波动越走越高（债券价格越来越低），30年代的通货紧缩的环境最终被第二次世界大战后的通货膨胀所取代。政府在战争中的大规模支出以及为了维持战争的开支而印发的多余的钞票最终造成了一种利率上升的环境。我们所担忧的是美国政府以及欧洲国家的政府和当年的情形相似，都是靠印发更多的货币来维持巨额的政府债券，而这种措施最终将引发更高的通货膨胀率和利率。时间将会告诉我们这将在什么时候发生，但人们必须对通货膨胀的长期趋势转折的信号保持警觉，因为这对债券投资者有着重要的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 6 章
Chapter 6

经济周期概论



WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members ... Exchange Also Shrink.

Blow to Tradi...

Government Regulation Would Mean a Breakdown in Efficiency, He Declares

TRADING PROVIDES CHECKS

Shorts "Smooth the Waves" but Not Affect the Tides," He Says.

SHORT SELLING OF...
A SUBJECT FOR DEB...

HUAZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济周期知识对投资者来说是非常有用的工具，特别是在平衡投资组合的风险和收益上。但不幸的是，消费者、企业主和投资者都大大低估了其重要性。你如何才能利用经济活动的变化提供的机会？本章讨论如何运用经济周期的基本知识捕捉盈利的机会，从而保护和增加投资者的财富净值。

在此前的第 2 章中，我们就简单定义了什么是经济周期。在本章中，我们首先进一步对典型的 4 ~5 年长的经济周期进行定义和分析。其次，我们将介绍如何识别我们所处的不同的周期阶段。第三，我们会显示跟踪经济周期的重要性以及如何根据经济周期来进行战略性资产配置决策。

什么是经济周期

我们先来看看美国国家经济研究局（NBER）1946 年出版的阿瑟 F. 博恩斯（Arthur F. Burns）和威斯利 C. 米歇尔（Wesley C. Mitchell）所著的《如何衡量经济周期》（*Measuring Business Cycles*）一书中对经济周期所做的教科书式的定义。这两位作者是界定经济周期的权威：

> 经济周期是那些主要依靠企业进行经济活动的国家的总体经济活动的一种波动。一个经济周期包括在很多经济领域同时发生的经济扩张，接着是整体经济活动的衰退、收缩和复苏，然后又进入下一个周期的扩张阶段。

换句话说，经济周期是经济正常的、先后出现和重复发生的起伏。描绘经济周期最简单的方法是一个钟形曲线。这个形状简单而优雅，显示了经济活动的持续变化，从一个周期过渡到另一个周期（见图 6-1）。

经济周期曲线的上半部分显示了经济的增长或扩张阶段，从历史来看，这个增长阶段比下降部分阶段持续的时间更长。该阶段是一个企业有利可图的时期，就业情况非常好。经济周期曲线的下半部分，也就是经济收缩的阶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

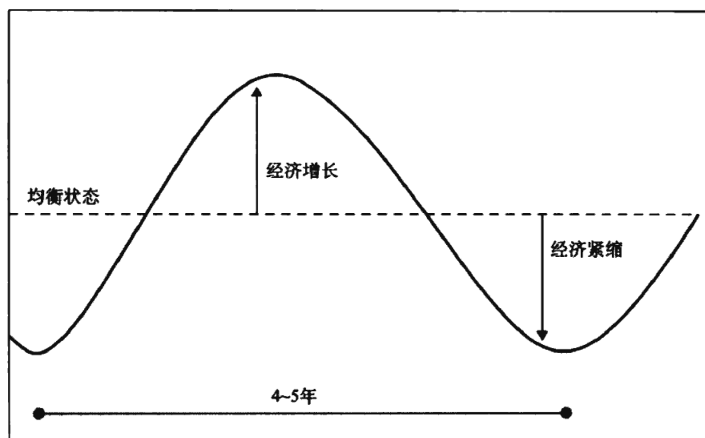


图 6-1 典型的经济周期

注：图中简单的钟形曲线显示了经济如何不断地从一个周期过渡到下一个周期，经济周期这种正常的、有先后顺序的和重复的变化能为投资者带来获利的机会。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

段，一般被称为衰退期。在衰退期中经济活动的水平下降，企业的销售额和利润都在减少。随着企业裁减员工，失业率不断攀升，家庭收入减少。经济衰退通常会消耗掉上一波经济扩张造成的过剩。经济周期的扩张和衰退阶段都具有自我矫正的机制。例如，在经济衰退时期尽量推迟购买商品和服务的消费者最终还是要更换损坏了的物品，为用空了的食品柜添加东西，购买已推迟多时的服务。一旦消费者重新开始消费，企业就需要提高其存货水平，并重新开始招聘更多的员工，新一轮的经济扩张就此开始。自从美国在 19 世纪中叶成为工业化国家以来，经济周期便一直持续不断，周而复始。

我们的看法是人们（尤其是媒体）很自然地倾向于接受当前的经济情况，并认为这种情况将会无限地持续下去。如果一国处于衰退之中，人们就会认为当前不景气的状况会继续恶化，没有尽头。例如，在连续几个月的坏消息和股市下跌后，你可以想象像史密斯夫妇这样的人的负面情绪。人们的心里充满了担心、疑虑和恐惧，似乎觉得经济永远不会再复苏。但正如黑夜之后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是白天，当人们的负面情绪达到顶点时，衰退随之结束，经济进入下一个周期的扩张阶段。随着时间的变化，经济的热点和媒体上的新闻标题都在发生变化，但是经济周期中人们情绪起伏的规律是不会发生变化的。我们都一次又一次地目睹过股票投资者在经济接近衰退的底部时表现出来的恐慌和无助——而此时经济即将出现转折。通过预测经济的转折点，投资者可以把握投资的先机，因为股票市场的波动无非就是反映了投资者随着经济周期的起伏而出现的情绪起伏。

当经济处于经济周期的顶部时，情况则正好相反，此时民众的信念和座右铭是："经济形势一片大好，不能再好了。"新闻标题一片乐观，失业率很低，电视节目里接受采访的人都在大谈股票价格还会走高。投资者对这种乐观环境应该产生警觉，对未来做出谨慎的预测。但投资者一般不会去质疑这些乐观的声音，相反，他们会理所当然地认同当下乐观的环境，并预测这种好时光会永远持续下去。他们完全没有去想在那种情况下，经济周期的历史提供了重复和可靠的依据预示经济会进入下一个放缓阶段，下一个熊市即将来临。钟形的经济周期图形简单、漂亮，投资者应该将其牢记在心，借助它来预测经济周期的下一个转折点，而非简单地推测目前的情况会永远持续下去。

美国国家经济研究局（NBER）通过对美国经济史进行分析研究，认为从 19 世纪 50 年代美国进入工业化时代后，一共经历了 33 个完整的经济周期（见表 6-1）。理解这些周期是如何更替的有助于投资者根据这些 4～5 年长的经济波动更好地配置资产。在经济活动中，有些指标领先于经济的复苏，如住房开工率；有些指标和经济复苏同步，如非农就业指数；还有一些指标则滞后于经济复苏，如失业率。住房开工率经常在一些滞后指标还在下跌的时候就已经开始上升了，那么我们所说的"经济"是用哪些指标来描述的呢？答案是那些居中的指标，即同步指标。从这个意义上来说，国内生产总值 GDP 是一个很好的指标，因此当我们用到"经济"一词的时候，我们就是指 GDP 数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-1 NBER 经济周期表

周期序号	周期顶部[1]	谷底[1]	周期长度（从顶部到下一个顶部）
1	1857年6月（第2季度）	1858年12月（第4季度）	
2	1860年10月（第3季度）	1861年6月（第3季度）	3年零4个月
3	1865年4月（第1季度）	1867年12月（第1季度）	4年零6个月
4	1869年6月（第2季度）	1870年12月（第4季度）	4年零2个月
5	1873年10月（第3季度）	1879年3月（第1季度）	4年零4个月
6	1882年3月（第1季度）	1885年5月（第2季度）	8年零5个月
7	1887年3月（第2季度）	1888年4月（第1季度）	5年
8	1890年7月（第3季度）	1891年5月（第2季度）	3年零4个月
9	1893年1月（第1季度）	1894年6月（第2季度）	2年零6个月
10	1895年12月（第4季度）	1897年6月（第2季度）	2年零11个月
11	1899年6月（第3季度）	1900年12月（第4季度）	3年零6个月
12	1902年9月（第4季度）	1904年8月（第3季度）	3年零3个月
13	1907年5月（第2季度）	1908年6月（第2季度）	4年零8个月
14	1910年1月（第1季度）	1912年1月（第4季度）	2年零8个月
15	1913年1月（第1季度）	1914年12月（第4季度）	3年
16	1918年8月（第3季度）	1919年3月（第1季度）	5年零7个月
17	1920年1月（第1季度）	1921年7月（第3季度）	1年零5个月
18	1923年5月（第2季度）	1924年7月（第3季度）	3年零4个月
19	1926年10月（第3季度）	1927年11月（第4季度）	3年零5个月
20	1929年8月（第3季度）	1933年3月（第1季度）	2年零10个月
21	1937年5月（第2季度）	1938年6月（第2季度）	7年零9个月
22	1945年2月（第1季度）	1945年10月（第4季度）	7年零9个月
23	1948年11月（第4季度）	1949年10月（第4季度）	3年零9个月
24	1953年7月（第2季度）	1954年5月（第2季度）	4年零8个月
25	1957年8月（第3季度）	1958年4月（第2季度）	4年零1个月
26	1960年4月（第2季度）	1961年2月（第1季度）	2年零8个月
27	1969年12月（第4季度）	1970年11月（第4季度）	9年零8个月
28	1973年11月（第4季度）	1975年3月（第1季度）	3年零11个月
29	1980年1月（第1季度）	1980年7月（第3季度）	6年零2个月
30	1981年7月（第3季度）	1982年11月（第4季度）	1年零6个月
31	1990年7月（第3季度）	1991年3月（第1季度）	9年
32	2001年3月（第1季度）	2001年11月（第4季度）	10年零8个月
33	2007年12月（第4季度）	2009年6月（第2季度）	6年零9个月
平均	1857~2009年（33个周期）		4年零8个月

注：周而复始出现的经济周期（经济活动的起伏）是经济活动的常态，对经济周期的了解是投资者进行投资组合管理的最强大的工具。

资料来源：National Bureau of Economic Research.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者该如何理解经济

不幸的是，在真实世界中，史密斯夫妇不能指望依靠媒体或新闻来判断目前经济处于经济周期的哪个阶段。这是因为媒体总是倾向于堆砌和经济有关的各种新闻，很难让人通过其提供的数据对当下的经济情况有一个清晰的理解。实际上，在关键的经济转折点，媒体的观点很可能是错误的和无意识地误导民众。投资者应该从杂乱的经济信息中找出真正有价值的东西，然后按照其重要性进行归类整理。只有这样才能把信息转化为有用的投资组合管理策略。幸运的是，由于美国有 150 年的经济周期历史可做参考，我们有可能找到金融和经济数据的变化规律，从而帮助我们识别当下处于经济周期的哪个阶段。

如果我们收集若干个经济和金融指标的时间序列数据，然后将其按图 6-2 的形式绘制出来，结果看起来确实似一团乱麻。但是我们可以把这些绞成一团的线解开（如图 6-3 所示），单独显示每个指标的波动，并和经济周期的起伏相对照。我们用箭头来标示每个指标的起伏，使其波动的周期性特征显示得更加明显。带实线的箭头将各个指标的谷底连接起来，而带虚线的箭头将各个指标的波峰连接起来。需要注意的是，这些指标并非经济和金融的实际数据，而是表示相关指标偏离趋势线或平滑后的动量线的程度。图 6-3 将这些指标的周期性很好地显示了出来，使我们能够观察这些指标逻辑的、理性的和交替出现的转折点。请注意这些带箭头的线的斜率是不一样的，因为这些指标在不同的经济周期中有时领先，有时滞后。图中指标变化的先后顺序并没有一个恒定的规律，但大多数时候是一致的，这对我们进行分析预测十分有用。

图 6-3 中和经济周期有关的第一个经济指标是货币供应，这是保持经济运转的润滑剂。假设经济处于衰退阶段，美联储正在设法刺激经济增长。美联储可以采取多种策略来刺激经济，但无论哪种措施，最终的效果都是向银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

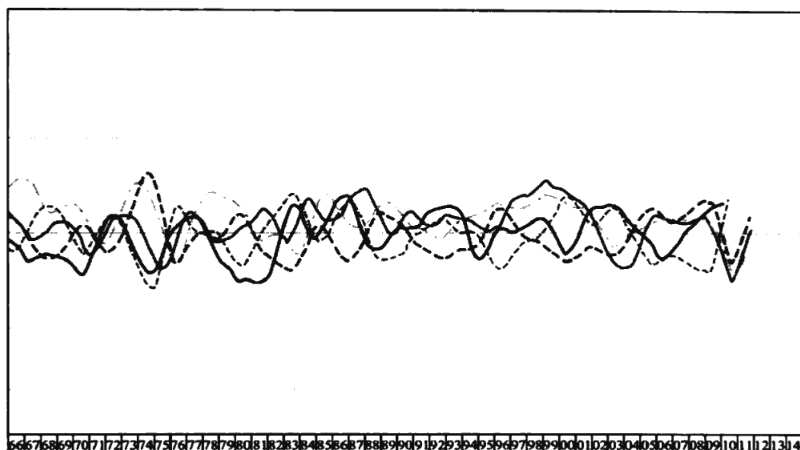


图 6-2 经济信息的随机噪声

注：经济活动不是平稳发展的，大量的经济信息混杂在一起像噪声似的不断冲击着投资者。投资者如何才能从这些纹成乱麻的信息中得出有用的结论？

资料来源：Pring Turner Capital Group.

系统注入流动性。这将使利率水平降低，债券价格升高。经过一段时滞后，随之而来的是股票价格见底。投资者嗅到下一轮复苏即将来临，在经济的实际转折点到来之前就提前买入股票，推动股价开始上升。最终，货币供给的扩张、更低的利率以及上升的股票市场带动的乐观情绪催生了下一轮经济复苏的到来。

经济在经过一段时间的强劲增长后，市场需求增加，而大多数情况下供给会变得比较紧张，从而带动大宗商品价格上升。现在，三类资产的价格都在上升——首先是债券，然后是股票，最后是大宗商品。如果大宗商品价格和其他价格上升到无法接受的水平，美联储就会在某个时点上决定给高速增长的经济踩一下刹车，以防止通货膨胀的恶化。美联储的政策调整会造成信贷紧缩，而企业贷款的需求仍然在攀升，这就会推动利率的上升，使得债券价格下降。利率的上升对股票市场也是一个坏消息，因为高利率最终会降低经济增长的速度，甚至造成经济收缩。但是，在此刻，利率还只是缓慢地上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

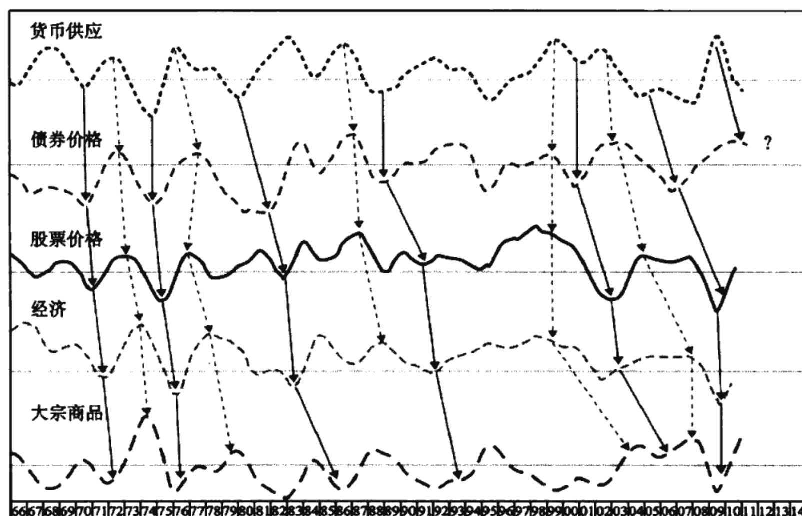


图 6-3 真实世界中的经济周期循环

注：将图 6-2 中纹缠在一起的经济指标分开排列，情况就变得清楚多了。我们可以很容易地识别到经济周期的转折点，如果我们能教给投资者适当的方法，他们是可以预测经济周期下一步的走势的。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

升，企业的利润还在增长，因此股票市场仍然处于欣欣向荣的乐观环境中。随着利率上升的速度加快，经济增长最终会受到影响，投资者开始预期下一轮衰退的到来——正如他们之前预期经济复苏的到来。此时，股票投资者会在投资决策中考虑到可能出现的经济衰退或经济增长速度的显著放缓。最后，随着经济减速，对原材料的需求下降，大宗商品的价格触顶后掉头向下。当经济的增速明显放缓或者处于收缩时，失业代替了通货膨胀，成为美联储更关心的问题。下一步面临的政策又将是如何刺激经济，新的经济周期重新开始，这样就走完了一个完整的周期。

意识到经济周期的存在有何用处

现在，让我们回到史密斯夫妇的案例中去，假设他们对经济起伏周而复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始的特点有了更好的理解。史密斯夫妇如何利用他们所了解到的情况来增加他们的财富净值，改善他们的财务状况？

和其他人一样，史密斯夫妇在经济生活中扮演着多种角色。他们是消费者、支出者、储蓄者、负债人、纳税人、生意人，还有最重要的一个角色：投资者。例如，从消费者的角度来看，购买新车的最佳时机是经济衰退的时候。这听起来可能不合常理，但汽车制造商和经销商在经济衰退的时候一般会给出较大的价格折扣，有时甚至提供零首付融资。对售房者来说，经济处于波峰附近的时候是售房的最佳时机，因为此时市场一片乐观，人们都认为当前的繁荣会永远持续下去。购房者会发现经济衰退的时候更有利于自己购房，因为此时售房者普遍被悲观和恐惧的情绪所笼罩。此外，经济衰退时也是住房拥有者重新贷款、享受更低的按揭利率的最好的时机，因为此时利率处于低位。相反，为大额定期存单锁定一个有利的利率的最佳时机是在经济刚达到波峰之后，此时大宗商品的价格已见顶，但利率仍在快速上涨。

如果企业主能够跟踪经济周期的变化不是很好吗？这样他们可以在经济达到波峰前有所警觉，并保持足量的现金。当经济掉头向下时，他们就可以利用这些现金便宜地收购陷入困境的竞争对手，或是购买厂房和机器设备进行扩张，而其他厂商却只能在经济衰退中苦苦支撑，或为了尽量保住自己员工的工作而被前者收购。当然，说起来容易，做起来难，因为根据定义，在经济周期的波峰，市场充满了极端乐观的情绪。厂商是很难特立独行的。同理，当市场前景黯淡时，要在四处弥漫的悲观情绪和令人沮丧的新闻的背景下做出乐观的投资决策是需要极大的勇气的。事实上，我们可以说，如果你与市场的看法背道而驰，逆势投资而未感到不安，很可能这是因为情况还不够糟。按照经济周期的定义，如果在周期真正的底部，所有人都会感到不安。但逆势投资正是钢铁大王安德鲁·卡耐基在19世纪和沃伦·巴菲特在当今采取的投资策略，他们已经习惯了和大众反向而为。

在一个长期性的熊市中，经济周期分析显得尤其重要。从历史上长期性趋势的规律来看，在21世纪第二个10年中经济周期的波动性会加大，类似

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 70 年代。我们的研究显示经济周期中经济复苏持续的时间会更短，而经济收缩持续的时间会更长。这就意味着像史密斯夫妇这样的退休者在周期性牛市中要更灵活，要善于抓住盈利的机会，而在持续时间更长，下跌幅度更多的经济收缩阶段则需要采取更好的防守型投资策略。

希望你现在已经能更好地理解经济周期如何有助于你做出重要的资产配置决策，提高投资的收益，减少投资的风险。如果投资者十年前对经济周期的性质就有着更好的认识，那么他们中的很多人就能够在过去十年中出现的两次衰退和两次下跌幅度超过 50% 的熊市中减少一些损失。注意我们故意用的“一些”这个词，因为我们不想让读者认为存在着一个理想的世界，一切都可以按照理论的预设来进行，这是不可能的。记住，我们的目标不是要识别经济周期准确的转折点，从而最大化我们的利润和机会，这是不可能的。投资者可以做到的是努力让自己的日子好过一点。每年从这里或那里的投资上多赚 2 个百分点，长期积累下来就会是非常可观的回报。踩着经济周期的节奏来投资就能让你每年的投资回报改善一点。

本书的随后几章将对经济周期问题展开进一步的分析，让读者能更好地理解经济周期是如何影响股票市场的表现。我们认为股票市场围绕经济周期的变化是理性的、符合逻辑的、有先后次序的。通过对股市变化的这种有序性的更深入的理解，我们相信，你将能制定更好的投资决策来增加投资组合的价值，同时降低投资的风险。



要点

1. 自从美国经济进入工业化时代后，经济周期的存在已经有超过 150 多年的历史。
2. 金融市场和经济周期之间存在理性的、逻辑的和有先后次序的关系。
3. 关注经济生活中正常的经济周期波动对投资者、消费者和企业主都有重要的意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

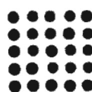


史密斯夫妇的疑问

问：我们担心经济周期的规律不再有效。现在能对经济和市场产生影响的因素如此之多，这使得当下的情况和历史不太一样。现在的情况真的不一样了吗？

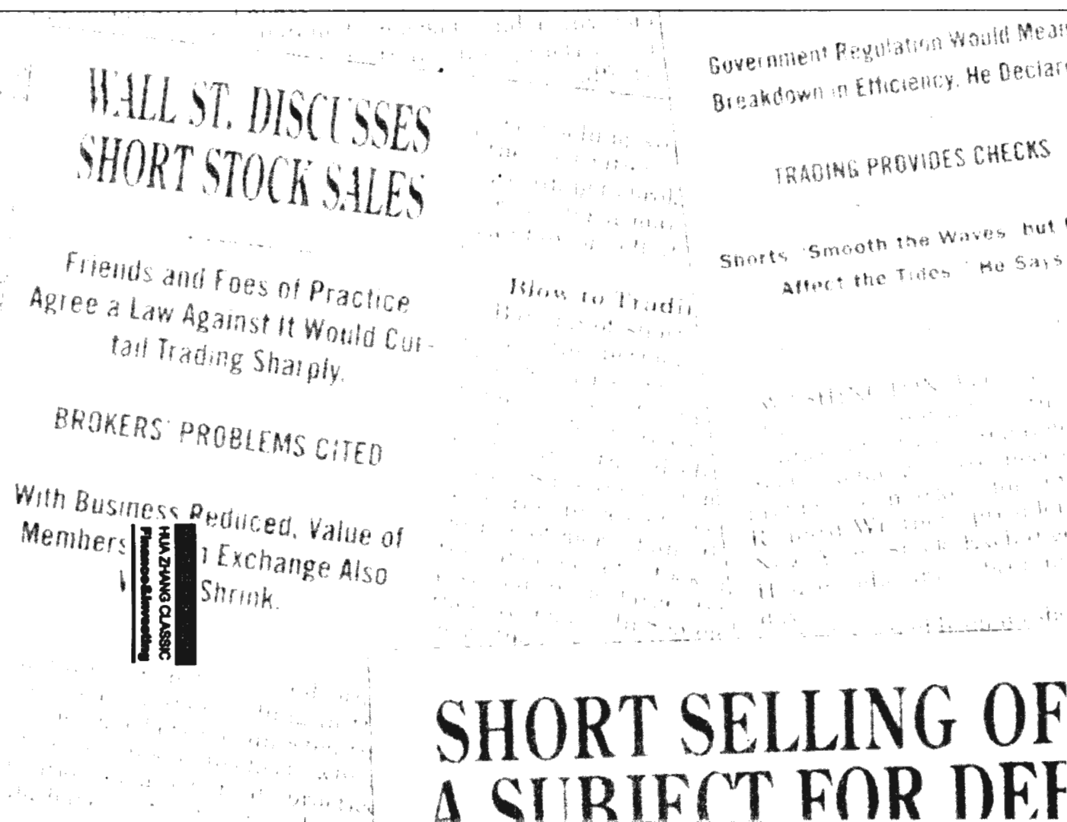
答：研究经济周期历史的好处之一就是，如果你回溯的时间足够长，你会发现类似当下情况的困难时期在历史上都曾出现过。金融危机、银行系统崩溃、政府债务违约、债务去杠杆化以及经济长期增长缓慢这些情况在历史上屡见不鲜。每次长期性的经济不景气都是独一无二的，其起因和产生的环境都不尽相同。但是，它们都是经济的自我矫正机制，是为了消化前一次牛市时期产生的产能过剩，并为下一次长期性牛市的到来做好准备。从历史来看，美国经济显示出巨大的自我修复能力，能够很快更正以往的错误，迅速重新走上正轨。对于投资者来说，很重要的一点就是要能够观察到这种长期性趋势的变化并采取相应的策略加以应对。美国经济最近的一次长期性熊市始于20世纪60年代，这就不难理解为什么很多人可能不习惯面对大幅波动的经济和市场。大多数活跃在今天的投资者要么没有经历过40多年前的那种长期性经济衰退，要么已经忽略了这段历史，而这正是他们对目前的困难局面缺乏准备的主要原因。我们要记住，在过去，无论情况变得有多糟，经济体系最终会自我矫正并走上再次复苏的道路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 7 章
Chapter 7

如何将经济周期用作投资债券、股票和大宗商品的指路图



WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members ... Exchange Also Shrink.

Government Regulation Would Mean Breakdown in Efficiency, He Declares

TRADING PROVIDES CHECKS

Shorts "Smooth the Waves" but ... Affect the Tides," He Says

SHORT SELLING OF
A SUBJECT FOR DE...

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的前一章告诉我们，经济周期是以一种有逻辑和有先后次序的方式周而复始地出现，其逻辑和先后次序表现在一些经济指标，如住房开工率，领先于经济复苏，而另一些经济指标，如资本支出和失业人数，则滞后于经济复苏。如果当某个经济指标的变化趋势发生转折时，我们能据此预测其他几个指标的变化方向，那么我们就可以把这种关系当作一个指路图，帮助我们确定我们处于经济周期的哪个阶段，以及更重要的——随后可能会发生什么样的事情。对投资者来说，好消息是债券、股票和大宗商品这三个金融市场的指标也在这些按先后次序变化的指标之列。债券市场率先触底，随后是股票市场，最后才是大宗商品市场。而这三个市场在牛市中也是按这个顺序见顶回落。

意识到债券、股票和大宗商品这三个市场的指标的转折存在这样的先后顺序，我们就可以绘制一个实际的金融市场指路图。我们知道有三个市场，每个市场有两个转折点——一个顶部，一个底部，这样在每个周期中就有6个转折点。对史密斯夫妇来说，将金融资产与经济周期的关系看作一年四季的变化也许更容易理解。

经济周期的季节性特征

早在20世纪90年代初，本书的作者之一马丁·普林格就出版了一本名为《全季投资者》（*The All-Season Investor*）的著作。在该书中，他对经济周期中不同类别资产的市场表现存在先后次序的规律进行了一些解释。正如每年有四季，每个季节都有自己的特征，该书以此比喻来帮助读者更好地理解如何围绕经济周期不同阶段进行投资。

史密斯夫妇家里有一个菜园子，他们多年来认真规划，精心照料，并享受着劳动成果给他们带来的喜悦。他们知道要成功地经营这个菜园子需要相应的工具和知识。在春天，当气温从寒冷的冬季回暖后，他们开垦土地、播下种子。到了夏天，他们忙于除草、灌溉和施肥。到了秋天的收获季节，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们之前付出的辛勤劳动让他们可以与家人和朋友一起享用丰盛的新鲜蔬菜。最后，冬天来临，这是休憩的季节，也许可以同时修理一下耕作的工具，为几个月后即将来临的播种季节做好准备。

正如一年中季节的转变，债券、股票和大宗商品的行情也是以一种周而复始的、有先后次序的方式变化。和大多数的投资者一样，史密斯夫妇没有意识到金融市场的季节变化，也没有做好应对的准备。更重要的是，他们甚至不确定自己应该运用什么样的合适的工具来管理他们的投资。种植蔬菜的经验告诉他们，在大地被积雪覆盖的冬季进行播种是徒劳无益的，因为这根本就不是播种的正确季节。在天气寒冷，种子无法发芽的时候播种，完全是没有农业常识，经济周期中的金融季节也是同样的道理。通过更好地了解这些金融季节的特点，并辅以正确的工具，史密斯夫妇就能够做出明智的投资决策，大幅提高其投资成功的机会。

的确，基于对债券、股票和大宗商品的市场行情的先后顺序规律的了解，投资者可以绘制出一张事实上的金融指路图。在一个给定的经济周期，上面三类资产的每一类都有两个行情的转折点——一个顶部，一个底部。这意味着一个典型的经济周期会有 6 个行情的转折点，债券、股票和大宗商品这三类资产每类都有一个买点和一个卖点，我们称此为 **6 个阶段**。一年有四季，每个季节都有自己的特点。我们可以说一个典型的 4 ~5 年长的经济周期的情况也类似，具有 6 个阶段。我们随后将解释每一个阶段的重要历史特征，以及为什么理解这 6 个阶段的先后次序对投资组合轮换具有极其重要的意义。

在本章中，我们将描述这 6 个阶段及其对投资具有的更广泛意义。随后，我们的讨论会转向更为实际的主题：如何识别这些不同的阶段，以及描述一些能够有助于达到上述目的的指标。

6 个阶段

图 7-1 显示了经济周期的 6 个阶段。周期开始时债券价格处于底部，然后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各类金融资产的市场状况随着经济周期的不同阶段而变化，最后在周期末尾时以大宗商品价格见顶而结束，然后又进入下一个周期的循环。

图 7-1 展现的是一种理想状态，和现实情况不一定完全吻合。首先，在图中每个阶段看起来都是一样长的，但实际情况并非如此。此外，偶尔两种资产的行情会同时出现反转，例如，1966 年 10 月就出现了债券市场和股票市场同时触底。在这种情况下，市场就会从 3 类资产价格都在下跌的第 6 阶段直接转变到债券和股票价格走强而大宗商品价格走弱的第 2 阶段。债券价格走强，其余两类资产价格走弱的第 1 阶段则被跳过。另一方面，两种资产行情的前后变化可能会相隔过长，如 1984 年股票市场见底，而大宗商品市场的行情在 1986 年才见底，中间的间隔差不多长达 2 年。

经济收缩　经济扩张

买债券　买股票　买抗通胀的大宗商品

卖债券　卖股票　卖抗通胀的大宗商品

阶段 1　阶段 2　阶段 3　阶段 4　阶段 5　阶段 6

4~5年

图 7-1　普林格-特纳定义的经济周期的 6 个阶段

注：根据经济周期所处的不同的阶段，动态地调整资产配置，相应地增加或减少某一类资产的比重，从而实现投资回报的最大化。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

市场还出现过上述类别资产行情变化的顺序颠倒的情况。1937 年，大宗商品的价格在股票价格之前触底。这后来被证明是一种非同寻常的牛市表现，因为它是随后长达几十年的大宗商品牛市的开端。上述情况虽然不常发生，但这些例外情况可以用于提醒我们图 7-1 描述的顺序并不是必然发生的。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一个经济周期的运行如同钟表一样准确，那么每个人都可以进行准确的预测，这对于投资者的帮助反而立刻变小。我们的研究显示，这 6 个阶段大约 85% 的时候是遵循图 7-1 的顺序，知道这一点对投资者非常重要。因此，这里讨论的各阶段的顺序是进行投资分析和制定投资策略的一个总体基础，而不是可以不加分辨地运用于任何情况。本章的剩余部分将描述正常情况下每一个阶段所对应的投资环境。随后，我们就可以讨论识别这些阶段的一些方法。

概要

图 7-2 显示了三个资产类别（债券、股票和大宗商品）的钟形曲线。由于每类资产都是按照自己不同的步调随着经济周期的起伏而波动，有时它们是在朝不同的方向运动，而有时又都向着同一方向移动。图 7-2 中的两个阴影区显示了三类资产同时涨或同时跌的时期，分别是我们前面讨论过的第 3 阶

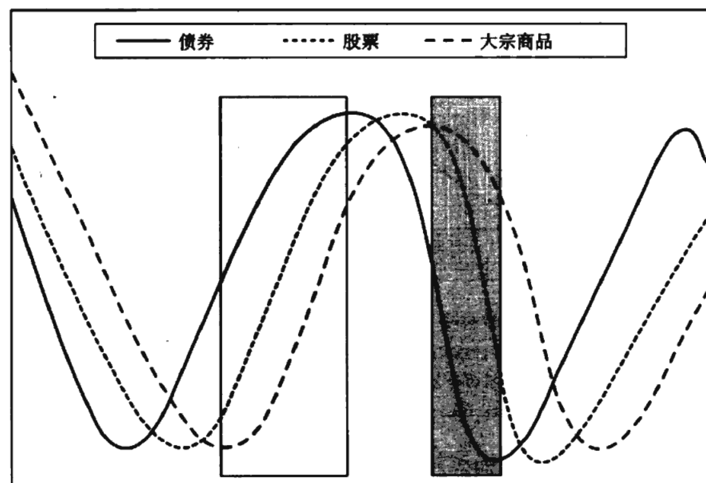


图 7-2 债券、股票和大宗商品理论上的钟形曲线

注：在一个经济周期的多数阶段，这三类资产都是朝着各自不同的方向移动。图中阴影区显示了三类资产同时涨或同时跌的阶段，其余时候这三类资产一般都是朝着各自不同的方向移动。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段和第6阶段。

图7-3显示了何时应该重仓哪类资产，即图形下部的加阴影的条块。

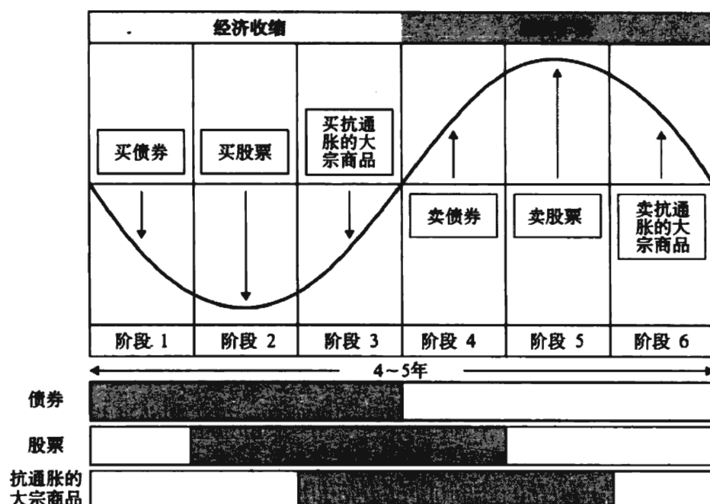


图7-3 普林格–特纳定义的经济周期的6个阶段

注：这个6阶段的模型能够有效地帮助投资者在经济周期的不同阶段及时地调整投资组合。总体而言，一个投资者只需要两个投资策略：一个在不景气的行情下保护自己的资产的防守型策略，另一个在行情有利时增长自己的财富的进攻型策略。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

如前面讨论过的，图7-3中的钟形曲线显示了在一个4～5年长的周期中商业活动的起伏。在最左边，经济处于衰退的阶段，这是我们模型的起点，此时对债券持有者非常有利。首先，由于经济低迷，信贷需求直线下降，企业为了过冬都在收缩阵线，降低负债。其次，美联储为了解决就业问题，会不惜余力地向银行系统注入货币，信贷需求的下降和信贷供给的扩张造成利率下跌。由于债券价格的变动和利率的变动呈负相关的关系，这意味着高等级债券的价格会上涨。从风险收益的角度来看，第1阶段最适合投资债券，不太适合投资股票和大宗商品。

随着经济不景气程度加深，利率下跌以及债券价格的上涨，股票市场开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始触底反转。这个转折点是大多数投资者最不容易意识到的，因为股票市场是在经济状况差得不能再差的时候开始其强劲的周期性上升。就其定义而言，股票市场的底部就是投资者最悲观的时刻。因此，有洞见力的投资者将股票市场看作经济活动变化最可靠的领先指标。在市场弥漫着悲观情绪的时候购买股票是需要勇气（也包括金钱）的。这就是我们所说的第 2 阶段，其间股票价格触底后强劲上扬。在此阶段，债券和股票这两类资产处于周期性牛市，而大宗商品市场仍然不景气。随着经济重新走上复苏的道路，对原材料的需求增加，大宗商品的价格最终也会开始上涨，这样我们就进入了第 3 阶段。在第 3 阶段，所有三类资产都处于牛市之中，每个人，包括史密斯夫妇，都是投资天才。

但是，最终情况会好过了头。随着经济和和商品市场的持续升温，通货膨胀的压力开始出现。美联储会注意到这种动向，为了阻止通货膨胀苗头继续发展下去，美联储开始执行从紧的货币政策，利率水平开始上升。利率的上升导致债券的价格应声而跌，由此发出经济周期进入第 4 阶段的信号。在该阶段债券表现欠佳，但股票和大宗商品的价格仍然继续上涨。当利率上升到一定水平时，股票市场最终会注意到这种情况，人们预期经济增长速度会减缓，股票价格开始下跌，经济周期进入第 5 阶段。在该阶段，只有大宗商品的价格还在上升，债券和股票都进入了周期性下跌的历程。最后，经济增长放缓造成对原材料需求的下降，原材料的价格最终也进入周期性下跌的轨道。在最后的第 6 阶段，所有三类资产都处于熊市。至此，经济周期的 6 个阶段都已走完，下一步就是期待经济又回到第 1 阶段，整个过程再次重复。

一些更有洞察力的读者可能会问，有没有可能在现实中这三类资产走势的顺序和这个 6 阶段的理论模型不同。事实上，当实际情况不同于这个理论模型时，有两种可能性：即债券和大宗商品处于熊市而股票处于牛市，以及债券和大宗商品处于牛市而股票处于熊市。我们把这两种情况称之为第 7 阶段和第 8 阶段。这两种情况不常出现（大约有 10% 的概率），但是值得我们注意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过仔细观察，你会发现经济周期可以分为两个部分——通货膨胀部分和通货紧缩部分，如图7-4所示。该图中间的垂线对资产配置具有重要的指导作用，在通货紧缩部分，债券和防御性、高分红的股票应该是投资者的首选，而在通货紧缩部分，大宗商品ETF、资源股和基础工业股是投资的重点。

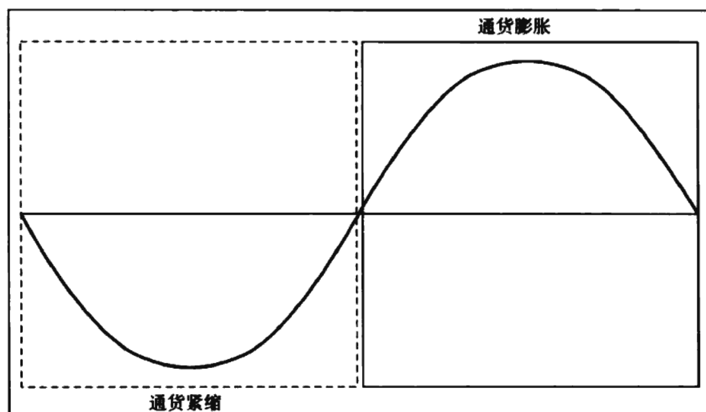


图7-4　经济周期的通货膨胀部分和通货紧缩部分

注：在通货紧缩部分，债券和防御性、高分红的股票应该是投资者的首选，而在通货膨胀部分，大宗商品ETF、资源股和基础工业股是投资的重点。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

我们在上面简单地对比了经济周期两个部分的不同特点，现在我们将讨论如何围绕这些不同的阶段如何进行资产配置。本章所讨论的内容是一些基本的原则，但不用担心，如果你想深入了解这方面的内容，我们在本书的附录D中有更详细的分析。

根据经济周期不同阶段来调整资产配置

根据经济周期不同阶段来调整资产配置，关键在于理解不同类别的资产在经济周期每个阶段的风险收益特征，并在此基础上进行资产配置（见表7-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，在第1阶段的经济衰退中，资产配置就应该包括债券和现金的组合，以此来稳定整个投资组合的价值。而第3阶段则相反，此时经济正强劲增长，投资者应该尽可能地购进股票。如果在预期经济会进入衰退时减少对股票的投资，在预期经济会开始加速增长时增加对股票的投资，难道不是很合理吗？由此可见，重要的资产配置决策不是一个仅仅取决于你的年龄和风险偏好特征的静态的原则。相反，投资者应该根据每类资产围绕经济和金融市场的周期性波动在每个阶段表现出来的不同的历史风险/收益特征来调整资产的配置。我们相信本书提出的6阶段的理论框架为构建一个主动的资产配置原则提供了理想的依据。同时，该理论也是一个非常重要的风险管理工具。

表7-1 经济周期资产配置指南 (%)

阶段	1	2	3	4	5	6
债券配置	30～50	10～30	10～30	10～25	10～30	20～40
股票配置	30～50	65～85	60～80	60～80	40～60	20～40
现金配置	10～30	0～15	5～20	10～20	20～40	20～40

注：该经济周期资产配置指南可为投资者围绕经济周期的不同阶段进行主动的资产配置管理提供重要的参考。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

但是，我们必须记住，没有任何一种投资策略或原则是完美无缺的，每种方法都有自己的不足。对于经济波动而言，并非所有的周期都会经历我们讨论过的每一个阶段，同时各个阶段之间的顺序偶尔也会和理论上的顺序不一致。有时经济周期在展开的过程中会跳过某一个，甚至是某两个阶段。实际上，某个经济周期在展开过程中甚至还有可能倒退到前面的某个阶段。该理论在运用中的另一个问题是，很多特定的阶段只有在其开始相当一段时间后才能被确认。还有另外一些原因决定了资产配置的调整应该是逐渐的，因为投资者还要考虑其他因素。最后，投资者只有在市场环境发生转变的证据非常充分，而市场又还没有将此完全反映到价格变化上的时候，才应该去进行资产配置的大幅调整。但无论如何，普林格-特纳资本集团的投资管理团队在过去的几十年中都觉得这个方法在帮助我们成功地管理客户的投资组合，降低所面临的市场风险等方面具有极高的价值。对投资者而言，跟踪经济周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期周而复始出现的特征永远不会是一个过时的投资方法。

在下一章，我们将会进一步分析股票、债券和大宗商品的历史表现，为你提供更多的工具，帮助你将经济周期的知识更好地运用于投资决策。我们将提供一个“快速测试”的方法来让你比较容易识别我们处于经济周期的哪个阶段。再进一步，我们还将讨论围绕经济周期不同阶段的行业表现，帮助你识别每个阶段最佳和最糟糕的行业。围绕经济周期进行资产配置的行业调整是风险管理的另一个利器，它能帮助我们进一步改善投资收益，降低投资风险。



要点

1. 我们将经济周期划分为6个阶段，在每个阶段中识别出应该重仓或轻仓的资产类别。
2. 在长期性熊市中，经济常常处于衰退的状况，此时经济周期分析显得尤其重要。
3. 我们可以根据经济周期的不同阶段来做出投资组合的最佳资产配置决策，从而实现增加回报，降低风险的目标。



史密斯夫妇的疑问

问：我们知道经济周期的平均持续时间在4~5年，但1990~2001年间美国经济没有出现衰退。这是否说明历史规律不起作用了？

答：这是一个非常重要的问题。首先，那段时期大部分时候处于长期性牛市的市场环境下，其中周期性衰退的深度都不大，且不经常出现。其次，在这些衰退之间的经济增长阶段，经济增长的步伐也是每4年左右慢下来一次。区别在于，经济增长只是放缓，而非收缩。债券、股票和大宗商品的行情仍然按照我们前面提到过的顺序起伏，但不同之处在于股票市场不会出现深度的熊市。例如，在1994年，股票价格平均下跌20%，市场经历的是一种以盘整为主的下跌格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

局，但如果当时经济是处于全面衰退，那么出现的可能就是长期下跌的局面了。后者如2008～2009年间经济大幅收缩时股票市场的暴跌。

问：基于美国经济的经济周期研究可能是有道理的，但世界的其他地方并不是仅仅围绕着美国在转。随着全球经济的关系越来越密切，你所说的理论是否还有效？你如何从美国之外的其他地方的经济增长中获得好处？

答：你的想法在某种程度上是对的，但美国仍然是全球最大的经济体，美国公司利润的相当一部分是源于海外业务。实际上，很多最大的美国公司在全球市场的销售额大于在美国国内市场的销售额。像卡特皮勒、可口可乐、英特尔和宝洁都是从全球经济增长中获益匪浅的美国企业。我们想说的是，尽管我们预期美国经济在第二个失去的十年中将会面临重重挑战，美国的跨国公司仍然可能继续实现利润的增长。幸运的是，你投资的对象是公司，而不是抽象的经济。实际上，全球经济相互之间的关联性越来越高，同时美国经济周期在很大程度上引领着世界经济。此外，世界上部分地区比其他地区发展更快，我们大致可以区分出一些市场处于长期性牛市，而另一些市场在相同的时期却处于长期性熊市。

自2000年以来，很多发达国家都一直处于长期性熊市，这包括美国、西欧和日本。这些经济体都面临着某些共同的问题：高额政府债务、经济增长缓慢、人口老龄化以及持续的高失业率。另一方面，包括亚洲新兴市场、拉美国家和东欧等经济体正处于长期性牛市。这些发展中国家也拥有一些相同的有利条件：政府债务较低、经济增长迅速、人口年轻以及强劲的劳动力市场。此外，一些拥有丰富资源的发达国家，如加拿大和澳大利亚也从发展中国家不断进行的基础设施建设中获益匪浅。

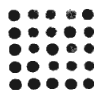
从投资的观点来看，有几点值得投资组合经理考虑。尽管新兴经济体显示出最强的增长潜力，它们也表现出最大的波动性。新兴

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的波动性指标（例如：beta 值和标准差）比美国市场高 40% ~ 50% 并不罕见。这体现了投资的根本原则：回报越高，风险越大。例如，当美国市场下跌 20% 时，高风险的新兴市场可能会下跌 30% 或更多。对于保守的投资者来说，这种风险可能有些超过了他们的接受能力。解决方法之一是在投资组合中对这种市场配置一个较小的比例，期望长期下去能够积小胜为大胜。另外一个建议是将这类投资看作短期内的“战术”买入。例如，你可以考虑将投资组合的 8% 配置到亚洲新兴市场，随后，当这部分股票上涨后，你可以部分了结获利，将其比例减少到 4%，或甚至更少。在经历一个中级的下跌后，你可以再重新补仓，然后等待下一次的中级上涨。这种可行的策略被称为“围绕核心的交易”。长期的“核心”资产配置是长期性牛市资产，同时在中期内（2 ~ 6 个月）建立一个战术性的资产配置，这在经济周期波动中尤为重要。

我们的基本观点是，新兴经济体经济的强劲增长给主要的跨国公司带来了很多机会。很多美国的跨国公司为投资者分享这种机会提供了比较安全的途径，并同时维持稳定的利润和分红。此外，如果投资者想直接投资于新兴市场应该谨慎而为，要清楚新兴市场的波动要远比美国市场大得多。在普林格-特纳资本集团，我们将新兴市场作为战术资本配置的对象，根据具体市场的前景以及和美国市场相比的强弱状况选择进入或退出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 8 章
Chapter 8

如何运用简单的指标来识别经济周期的阶段

WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members ... Exchange Also Shrink.

Government Regulation Would Mea... Breakdown in Efficiency, He Decla...

TRADING PROVIDES CHECKS

Shorts 'Smooth the Waves' but ... Affect the Tides,' He Says

SHORT SELLING OF
A SUBJECT FOR DE...

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此前我们曾指出，经济周期是理解各种金融资产市场及其相互之间的互动关系的路线图。在本章，我们将提出一些思路，帮助你识别在任何时点上经济周期所处的阶段。这当然是我们的朋友史密斯夫妇非常关心的一个问题，他们也想知道如何才能跟踪经济周期的发展。确切地说，他们想知道他们处于经济周期的哪个阶段，以及相应的风险和机会。

一些背景因素

在我们的资产管理实践中，我们一直借助一些模型或指标来判断当下处于经济周期的哪个阶段。我们运用的综合指标有 3 个，债券、股票和大宗商品每类资产一个。每个综合指标又是基于不同的动量指标、趋势跟踪指标和不同资产类别间关系综合计算得到的。用于计算综合指标的单一指标从历史上来看，其表现都是比较可靠的。但是，任何单一指标都不是完美的，因此我们采用的是由一系列单一指标集成的综合指标。综合指标为正值，这是牛市的信号；综合指标为负值，则是熊市的信号。当债券综合指标为正值，股票和大宗商品的综合指标为负值时，表明我们处于第 1 阶段。我们对这些综合指标定期进行更新并每月发布在《马丁·普林格市场评论》（*Martin Pring's Intermarket Review*）上。对于没有订阅该“评论”的人来说，自己计算这些模型会比较费力，因此，我们这里提出了几条简单易行的指南来帮助你达到类似于这些综合指标的目的。

大多数的经济周期都要经历 6 个阶段，按先后顺序从市场的波峰到谷底，周而复始地循环。但是，也有一些经济周期的发展并不遵循这个顺序。因此，我们不能简单地假设每个经济周期都会机械地按理想模式变化，偶尔经济的波峰和谷底并不按预想中的顺序出现。此外，经济周期的各个阶段还可能反向发展，例如第 3 阶段倒回到第 2 阶段，然后再回到第 3 阶段。有时经济周期还会跳过某些阶段，如从第 6 阶段直接跳到第 2 阶段。我们这里想表明的是，在投资领域没有“完美”这个词，因为我们面对的是市场，而市场反映的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行动中的人。人是会改变自己的主意，而且也确实常常这样做，因此市场也是如此。我们很想告诉你本章讨论的工具百分之百的管用，但事实并非这样。然而，我们可以说大部分时间这些工具是比较可靠的，由此得出的判断与现实相符的可能性很大。我们这里特别强调“可能性”这个词，因为它总结了我们的方法的核心。

如果每个周期都是按理论上的顺序重复，并且各个市场的变动在领先、滞后和力度上都没有变化，那么我们的任务就非常简单了。不幸的是，实际情况并非如此。这就是为什么我们轮转投资组合的配置时一定要逐步进行，并坚持前后一致的原则。很多时候，相关指标会发出明确的信号，表明我们已经进入经济周期的某个阶段。然而，多半的情况是，在这些指标发出明确的信号之前，市场就已经进入了相关的阶段，因此，我们轮转投资组合的配置必须逐步地进行。随着信息越来越明确，我们就可以逐步增加或减少相关资产的配置。这样，投资者对下一个阶段的来临就能做好资产配置和心理上的准备。

预期市场的下一个变化和坐火车进行长途旅行并无太大的不同。当火车接近你的目的地的时候，你就会准备在下一站下车。你也许会非常担心，害怕错过了你应该下车的站点。在这种情况下，你有可能会在车快要到站的时候就从座位上起身，取下你的行李，然后向车门走去。当然，在车完全停稳以前，你是不可能下车的，但此时你已经在行动上和心理上准备好了，车一到达目的地，你就下车。

资产配置的轮转过程也是如此，不同之处在于，当你有理由猜测经济周期已经进入下一阶段时，你就可以开始进行部分资产配置的调整了，而不是要等到能够确认的时候才行动。在某些情况下，在市场未动之前就进行部分资产配置的轮换是可行的，但千万不要做过头，以免一旦你做错了，整个投资组合都受到影响。换句话说，投资者不要拿整个投资组合去做赌注，市场随后的变化有可能并不似投资者所预期。每一个经济周期的特点都不尽相同，因此，投资者为经济周期的每个阶段制定的最好是一个资产配置的比例范围，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而非一个确定的比例（例如，第 1 阶段债券的配置占整个投资组合的 30% ~ 50%，而不是 40%）。

通过市场活动识别经济周期所处的阶段

识别经济周期所处阶段的方法之一是观察债券、股票和大宗商品这三类资产的走势。如果这三类资产都处于牛市，那就应该是第 3 阶段。如果只有大宗商品处于牛市，那么就应该是第 5 阶段，如此等等。由于只能事后才能确认市场已经达到了波峰或谷底，我们需要一些客观的方法来识别这些走势。为此，我们将债券、股票和大宗商品这三类资产的价格分别和各自价格的 12 个月移动平均值相比较。如果某类资产的价格高于其移动平均值，那么我们就认为这类资产处于牛市之中，反之则处于熊市。这样，第 1 阶段就是当债券价格处于其移动平均值以上，而股票和大宗商品的价格则处于移动平均值以下的那个阶段。同理，当三类资产的价格都处于各自的移动平均值以下的时候，这就是第 6 阶段的信号。

有人可能会问：为什么要用 12 个月的移动平均值？而不用其他的移动平均值？最初使用 12 个月的移动平均值是因为它包括了一年中的每一个月，因此是经过季节性调整了的。选择这个时间跨度当然不是完美的，但用于大多数证券价格趋势中，其表现是稳定的。由于市场可能会以一种锯齿状的形式围绕平均值波动，我们可以只看月末的数据来判断市场所处的状态，这样同时也增加了一个参考点。

从理想的角度来看，我们希望能观察到一个资产类别在一个 4 年的经济周期中在牛市和熊市指标之间波动两次（一次买入该资产，一次卖出该资产）。运用这种简单的移动平均值的方法来确认经济周期处于某个阶段偶尔可能会出现价格在移动平均值上下来回跳动的信号，让人无法判断金融资产的市场状况。但大多数时候这个信号还是有用的，同时也容易跟踪。表 8-1 提供了一个“快速测试”的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-1 快速测试：目前是经济周期的哪个阶段

资产类别	处于 12 个月移动平均值之上	处于 12 个月移动平均值之下
债券（TLT 指数）①	√	
股票（标普 500 指数）		√
大宗商品（CRB 工业原材料价格指数）		√

注：1. 答案：在月末，当债券价格处于 12 个月移动平均值之上，而股票和大宗商品价格处于各自价格 12 个月移动平均值之下时，快速测试发出的信号是第 1 阶段。
① 表示 iShares 巴克莱 20 年期的国库券。
资料来源：Pring Turner Capital Group.

表 8-2 是一张“答案表”，对照此表可以帮助你根据移动平均值来简单判断你所处的经济周期的阶段。

表 8-2 答案表：目前是经济周期的哪个阶段

资产类别	1	2	3	4	5	6	7①	8
债券（TLT 指数）	+	+	+	−	−	−	−	+
股票（标普 500 指数）	−	+	+	+	−	−	+	−
大宗商品（CRB 工业原材料价格指数）	−	−	+	+	+	−	−	+

注：1. + 表示该资产价格处于 12 个月移动平均值之上。
2. − 表示该资产价格处于 12 个月移动平均值之下。
① 表示 6 阶段之外的不符合模型理想顺序的阶段。
对照这张答案表来帮助你确定目前是经济周期的哪个阶段。
资料来源：Pring Turner Capital Group.

结果

运用市场的表现来识别经济周期所处阶段有一个重大的优势，即我们有很长的历史可以参考，可以在涵盖了若干个长期性趋势的一个很长的阶段内检验该方法的有效性，其中每个长期性趋势又同时包括了通货膨胀和通货紧缩时期。我们运用历史数据，对依据各个资产类别的价格和该资产价格 12 个月的移动平均值之间的关系来识别经济周期所处阶段这一方式的有效性进行了检验，表 8-3 显示了 1900 ~2011 年的 111 年间的检验结果。

表 8-3 的大部分结果如我们所期待。但是，我们可以看到在第 1 阶段，股票的价格在其 12 个月移动平均值以上，而按照前面的理论是不应该这样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现这种情况的原因在于，一般情况下，当利率达到最高点时，股票不久就跟着利率下跌了。同时，熊市触底后常常随之而来的就是爆发性的上涨，这意味着当股票价格涨到其12个月平均值之上时，价格已经上涨了不少。想想实际的经济周期阶段，那是由市场的实际转折点决定的。这意味着股票价格在熊市底部和上穿其12个月移动平均值之间的这段上升时期是真正的第2阶段，但是，根据我们的方法，只有当股票价格实际上穿其12个月移动平均值时，我们才能确认经济周期已进入第2阶段。

表8-3 三类资产类别在1900～2011年各阶段的表现 （%）

阶段	债券	股票	大宗商品	该阶段占经济周期的比例
1	+8.3（9.8）	+13.4（24.5）	-12.6（11.8）	10.2
2	+9.2（7.0）	+22.4（14.8）	-0.1（7.7）	15.4
3	+4.0（6.3）	+17.3（12.3）	+10.8（8.5）	18.4
4	+2.6（5.7）	+10.1（12.1）	+9.4（6.9）	23.1
5	+3.2（5.8）	-6.3（15.5）	+4.2（8.7）	12.1
6	+9.7（7.3）	-3.4（16.7）	-9.4（8.0）	9.1
7	+2.1（5.5）	+16.0（14.7）	+2.8（5.8）	7.6
8	+5.0（7.0）	+7.1（14.6）	+10.4（8.5）	4.1
总计	+5.2（6.8）	+10.4（15.5）	+2.8（8.6）	100

注：运用历史数据，对根据各个资产类别的价格和该资产价格12个月的移动平均值之间的关系来识别经济周期所处阶段这一方式的有效性进行检验的结果。各类资产在每个阶段的表现必须充分考虑到所对应的波动性。标准差（第2、3、4列括号中的数据）是用于衡量风险的统计数据，其值越低，相应的波动性（风险）就越低。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

最后，表8-3中还包括了第7和第8阶段，因为总共有8种可能的组合，其中两种没有出现在理论上的6个阶段中。这两种情况是：债券和大宗商品处于熊市，股票处于牛市，以及债券和大宗商品处于牛市，股票处于熊市。这两种情况并不常见（大约有10%的出现概率），但仍然值得我们关注。

你会注意到，在表8-3中，除了每类资产在每个阶段的回报外，我们还包括了每个回报所对应的标准差，这个波动性指标能帮助投资者平衡投资的回报和风险。正如我们在随后第10章的风险管理中将要讨论到的，投资者要考虑的重要问题不仅包括他们期望得到的回报，而且包括与此相关的风险有多大。在股票收益理论上应该为负的第1阶段，尽管其实际收益可能是正的，但你会注意到该阶段的标准差也比其他阶段高得多。对于保守的投资者而言，这不是一个理想的环境。当回报不错，波动性较低时，我们会选择在股票投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资上采取一种更激进的策略，如第3阶段和第4阶段的大部分时候。表8-3提供的历史信息有助于投资者理解三类资产类别的风险与回报之间的重要关系，同时也是进行动态资产配置决策时考虑的一个关键因素。因为表中提供的是自1900年以来经济周期各阶段的平均回报，因此我们必须要明白，并非今后每个阶段的回报都会如此。每个经济周期都不一样，但各个阶段在每个经济周期中基本上都是按照一种理性和有逻辑的次序重复，这个是不变的。历史证实了按照经济周期来进行投资组合调整的策略能够在降低投资风险的同时提供良好的投资回报。这不正是史密斯夫妇最终的投资目标吗？

各阶段的行业表现

进一步分析历史数据，我们观察了不同行业的股票在这6个阶段的表现。众所周知，某些行业的股票在经济周期的特定阶段会有突出的表现。我们可以将不同行业归入“周期早期”“周期中期”和“周期晚期”的表现突出者，很多资产管理的经理都会在进行投资组合资产配置的行业轮转决策时，将这点考虑进去。通过将相关行业的股票在经济周期每一个阶段的表现划分为强于大盘和弱于大盘两类，投资者可以进一步调整投资组合的配置，细化重仓和轻仓的对象。同时，这也为风险管理增加了一层内容，有利于投资者获得更好的风险/收益结果。表8-4显示了根据1955年以来的数据统计得到的，在经济周期各个阶段表现最好和最差的几个行业的股票。

表8-4 普林格-特纳定义的经济周期6个阶段中不同行业的表现

阶段	1	2	3	4	5	6
表现最好的行业	建筑业	证券经纪	通信设备	石油钻探	医疗保健	家居用品
	餐饮	汽车制造	各类金属	计算机硬件	各类化工产品	人寿保险
	公用事业	半导体	能源	黄金	消费必需品	食品
表现最差的行业	各类金属	铜/黄金	休闲业	旅店	普通机械制造	化工业
	工业	石油钻探	航空	证券经纪	汽车制造	铁路
	通信设备	能源	家居饰品	房屋建造	半导体	钢铁

注：在经济周期不同的阶段进行资产配置的行业轮换能够进一步提高投资组合的回报，同时降低投资的风险。虽然每个经济周期都有自己的特点，但从历史来看，某些行业的股票在经济周期的某个阶段总是表现很好或很差。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表8-4并不是严格的投资指南，只是行业资产配置的出发点。例如，我们知道公用事业类股票在第1阶段（通货紧缩时期）表现比较好，那么当我们感觉到经济周期已进入这个阶段后，就应该认真地考虑一下公用事业类股票在资产组合中的配置。但是，在购入公用事业类股票之前，我们需要看看这类股票相对于标普指数的表现，以确认该行业的股票在其表现应该强于大盘的时候的确是强于大盘。例如，也有可能在此特定的时候，由于担心政府对公用事业的过分管制，投资者正回避这类股票。如果情况是这样，公用事业类的上市公司利润就会下降，分红减少。投资者也就会相应减仓公用事业类的股票，选择更多地投资于此时表现较好的其他行业，如房屋建造商。

我们还利用其他的工具，比如相对强度分析来进一步识别当前阶段的强势行业，并判断某类股票的表现是否足够好。相对强度分析将某个行业的表现和总体市场的表现进行比较，并将结果绘制成一条连续的曲线。然后，我们可以利用移动平均值、趋势线和震荡指标等这些分析时间序列数据的工具来评估相对强度指标的变化趋势，帮助我们找出表现超群的行业。从某种意义上来说，这种形式的分析可以用于对股票过去的表现进行确认，对预期某阶段中是市场的强势和弱势的行业在实际表现中是否如此给出认可或不认可的信号。在最好的情况下，目前周期中表现超群的行业会和历史上的情况一致，从而增加了投资者投资决策分析中的信心。然而，如果当前的状况和市场的历史行为不一致，那么我们就应该在当前这个阶段和这个行业的决策中暂时忘掉历史。最重要的是，通过了解各行业在经济周期各阶段的表现，投资者就有可能能够更好地预测随着市场的发展，下一阶段表现最好和最差的行业会是哪些。相对强度分析能帮助我们判断历史的情况是否会重演。在很大程度上，历史数据的分析在识别市场的早期变化时非常有用，并能让投资者在经济周期的关键转折点做出更加自信的决策。

现在，史密斯夫妇已经掌握了一些新的、非常有用的工具，并理解了金融资产的表现是和经济周期有关联的，他们对于在周而复始的经济波动中保守地管理他们的退休投资组合有了更多的信心。基于对历史阶段的分析，并充分意识到每种资产类别在各阶段的风险收益特征，投资者就能够做出更好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资产配置决策。如果史密斯夫妇被动地坚持买入并持有的策略，那么他们就会成为当下长期性熊市的牺牲品。但他们现在掌握了更为灵活的动态资产配置策略，大大增加了他们投资决策时的信心。这让他们能够利用经济周期波动带来的机会获得更好的投资收益，并同时降低投资的风险。最重要的是，这为他们带来了内心的安宁。



要点

1. 普林格-特纳的综合指标模型可用于识别经济周期处于哪个阶段，但其计算过程比较复杂。一个迅速且比较可靠的方法是简单地观察每个资产类别的表现是在其12个月的移动平均值之上还是之下。
2. 自1900年以来，每个资产类别在经济周期各个阶段的历史收益及波动性为投资者提供了重要的参考数据，投资者可以据此进行投资组合的资产配置，合理平衡风险和收益。
3. 不同行业的股票在经济周期的每个阶段表现都不一样，历史分析有助于我们识别经济周期每个阶段可能的强势行业和弱势行业，从而进一步改善投资结果。
4. 积极的资产配置策略和行业轮转调整是在长期性股票熊市中保护自己的财富的关键因素。



史密斯夫妇的疑问

问：你对房地产有何看法？房地产在你所说的6个阶段中有何特点？

答：首先，最近的住房价格崩溃从长期走势来看是自20世纪上半叶以来房地产市场经历的最糟糕的熊市之一。自第二次世界大战以来，住房的真实价格一直保持温和的上涨，直到20世纪90年代后期长达十余年的房地产泡沫出现，到2006年，十年房地产泡沫期间房屋价格累计上涨85%。[⊖] 而自2006年房地产泡沫的顶峰时算起，真实

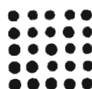
⊖ 标准普尔/凯斯-希勒指数是美国住宅房地产市场使用最广泛的衡量指标，这一指数综合了美国全国和20个城市地区的跟随房地产市场价值的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房价到目前已下跌了40%，2012年年初的房价相当于1999年时的水平。住房所有者资产的大幅缩水给经济带来了严重的冲击，消费者财富减少，消费能力下降，并对房地产市场失去了信心。在泡沫破灭前的很长一段时间，房地产被看作一个稳赚不赔的投资，但现在人们不再这样认为了。新的购房者非常不愿意为了获得他们梦想中的房子而背负沉重的按揭贷款。我们猜测因按揭者不能正常支付按揭而被收回的大量房屋正在逐步被市场消化，2012年之后的房价应该重新走稳。长远看来，房价应能恢复到第二次世界大战以后每年2%～3%的温和上涨。

其次，对于投资者而言，房地产信托投资基金（REITs）为投资者投资不同的房地产领域提供了一种流动性很高的投资渠道。房地产信托投资基金一般专注于某个特定的领域，如住房、公寓、商业地产、工业地产、零售业地产以及其他类别。有经验丰富的管理团队运营的房地产信托投资基金会将融得的资金用于房地产的开发、购买和销售，以图为基金持有者谋取更大的利益。房地产信托投资基金常常能从所拥有的地产出租中获取可观的收入，而且这部分收入是自然抗通货膨胀的，因为租金会随通货膨胀而上涨。尽管房地产信托投资基金是在20世纪70年代以后才开始普及的，其长期走势现在还无法预测，但这种投资工具很快就成了机构和个人投资者资产配置中不可或缺的一个类别，为投资者提供了一个新的收益增长点，以及在股票和债券之外进行分散投资的新渠道。我们对经济周期各阶段的研究没有发现房地产信托投资基金这大类资产在经济周期的某个阶段有明显的强于市场或弱于市场的规律，但总的来说，房地产信托投资基金和市场中防御类行业的表现比较接近。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 9 章
Chapter 9

道琼斯-普林格经济周期指数
——史密斯夫妇需要的答案

WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members' [illegible] Exchange Also Shrink

Government Regulation Would Mea[illegible] Breakdown in Efficiency, He Decla[illegible]

TRADING PROVIDES CHECKS

Shorts "Smooth the Waves" but [illegible] Affect the Tides," He Say[illegible]

SHORT SELLING OF[illegible]
A SUBJECT FOR DE[illegible]

HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000~2011 年这段时间对史密斯夫妇和其他的股票投资者，包括那些被动地投资于指数基金的投资者而言，的确是艰难的 12 年。对于采取主动投资策略的投资者，他们面临的挑战则更大。从事市场研究的达尔巴公司对过去 20 年历史数据的研究显示，他们的投资回报一直低于市场的平均水平⊖。由于不理解股市波动和经济周期之间的关系，一般投资者的投资行为容易被情绪所支配，在股价高时买入，在股价低时卖出。这样做的结果是其收益比买入并持有策略更糟糕，比采取被动投资策略的投资者获得的低水平回报都还要显著地低不少。正如本书的书名所示，我们告诫投资者对第二个艰难的 10 年要有所准备，对出现更多的衰退和一个充满情绪性和动荡的市场环境有所准备。

摆脱困境的出路在于投资者要采用一种系统的方法来进行投资决策，在获取正投资收益的同时减少投资的风险和情绪压力。虽然不存在一个完美的解决方法，但的确有办法让投资者避免经历不眠的夜晚和持有颗粒无收的投资组合。解决的方法在本书前面章节中已经提及，采用这种方法可以让普通投资者也能获得满意的投资回报。具体地说，投资者应该采取一种“全季节”的投资策略，围绕经济周期的各阶段主动积极地进行资产配置和轮转。“全季节”这个词来自于马丁·普林格所著的《全季节投资者》一书。

到目前为止，史密斯夫妇都会对他们自己说，这个方法听起来很棒，非常理性，但本书所讨论的理论在现实世界中能用吗？真的有用吗？**新编制的道琼斯-普林格经济周期指数可以为这个问题提供答案。**

道琼斯指数的编制机构道琼斯公司对我们的研究很感兴趣，在 2010 年和马丁·普林格接洽，探讨按照我们独特的经济周期 6 阶段理论来构建一个经济周期指数的可能性。道琼斯公司利用 1955 年以来的数据对我们提出的综合

⊖ 2009 年更新的《达巴尔投资者行为量化分析》(QAIB) 衡量了自 1989 年 1 月 1 日到 2008 年 12 月 31 日 20 年间的投资回报。在这 20 年期间，股票共同基金投资者的平均年回报仅为 1.87%，而同期大盘指数标普 500 的年均回报率为 8.35%。同样在这 20 年，固定收益共同基金投资者的年均回报为 0.77%，而衡量债券市场整体收益的巴克莱债券综合指数的平均年收益为 7.43%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指标和研究理论进行了全面的检验，结果显示我们的方法的确能在降低风险的同时提高收益。随后，道琼斯公司构建了一个指数来跟踪这个6阶段模型，这就是**道琼斯-普林格经济周期指数**——道琼斯公司发布的第一个基于主动管理的经济周期指数。该指数所依据的模型系统能够识别经济周期的6个阶段，并根据每个资产类别和行业股票在经济周期各阶段的历史表现来优化资产配置。**根据道琼斯公司的计算，该指数在1955～2012年的表现无论以绝对收益衡量，还是以风险调整后的收益衡量，都超过了股票、债券、大宗商品和多元资产的市场收益。**

构建指数的第1步：识别当下处于经济周期的哪个阶段

要识别当下处于经济周期的哪个阶段，第一步就是要构建3个模型或综合指标，债券、股票和大宗商品每个资产类别各一个。每个综合指标都是基于趋势跟踪指标、动量指标以及不同资产类别之间的关系综合计算得到的。判断当下处于经济周期的哪个阶段则是由这三个综合指标共同决定的。例如，如果股票和大宗商品的综合指标发出牛市信号，债券的综合指标发出熊市信号，这就意味着经济周期处于第4阶段。如果三个综合指标发出的都是熊市信号，那就应该是第6阶段。各阶段所对应的综合指标信号请参考前面第8章的表8-2。

道琼斯公司通过检验1955年以来的数据，对我们提出的综合指标的表现给予了肯定。这三个综合指标的表现经过了压力测试，包括各种地缘政治动荡、战争、经济低迷、不同的货币政策环境、通货膨胀、通货紧缩、股市崩溃、经济繁荣以及经济泡沫破灭。图9-1、图9-2和图9-3分别显示了每个综合指标的回报。

图中的浅色线条部分显示了该综合指标处于熊市状态，而深色线条部分则显示了该综合指标处于牛市状态。在我们网站的PDF文档中，我们分别用绿色和红色来标示指标的牛市状态和熊市状态。构建这些综合指标的目的是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在金融市场趋势发生变化时让我们能够尽可能早地识别重要的转折点。指标信号的前后一致性非常重要，即一旦综合指标触发某个信号，那么这种状态应该持续至少 4～6 个月。绝大多数时候的情况的确如此，但现实世界不可能像我们构建的理论那样完美。我们寻找的是一种可行的方法，并不期待完美的结果，综合指标的信号偶尔出现一两个月的上下反复是不可避免的。我们总是可以增加更多的规则或指标让模型的拟合程度更高，表现更好。但是，我们研究过去的数据是为了指导未来的行为，一个模型设计越复杂，运用到现实中失败的可能性就越大。我们能够争取做到的更多的是指标的一致性和及时性，而非精确性。

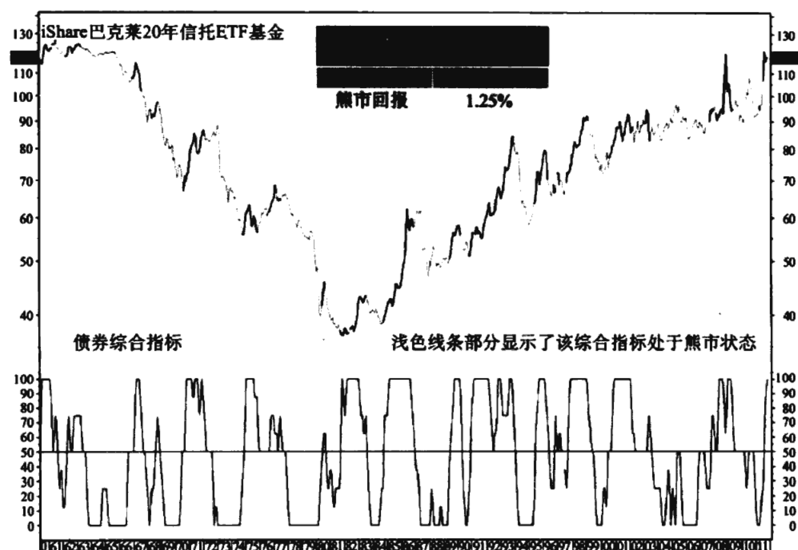


图 9-1　普林格-特纳债券综合指标的表现（1956～2011 年）

注：债券综合指标显示了对债券有利和不利的市场环境，并能和其他综合指标一起，显示经济周期所处的阶段。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

图 9-1 显示的是 iShare 巴克莱 20 年信托 ETF 基金（代码 TLT）的走势。由于该债券 ETF 的历史不太长，在前期我们使用的是合成型 20 年固定期限国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债的价格。

从图9-1中我们可以看出，债券综合指标在大多数时候表现都非常好，该指标能告诉你何时应该持有债券，从而提高你的投资组合的收益。当然，该指标偶尔也会失灵，比如在2009年年初，指标给出的是牛市信号，但债券价格却大幅下跌，在2011年指标给出的是熊市信号，但债券价格却在上涨。

股票综合指标的主要作用在于提示投资者尽可能地避开周期性的熊市。从图9-2来看，自20世纪50年代以来，该综合指标在绝大多数时候都准确地对熊市进行了预警。当然该综合指标也不可能是完美的，例如该综合指标在1981～1982年的熊市期间曾给出上下跳动的不确定信号，在1965年曾给出虚假的熊市信号。此外，在1987年股市崩溃时，该指标仍处于牛市信号状态，出现这种情况的原因在于这次股市崩溃是一个独立事件，和经济周期的波动

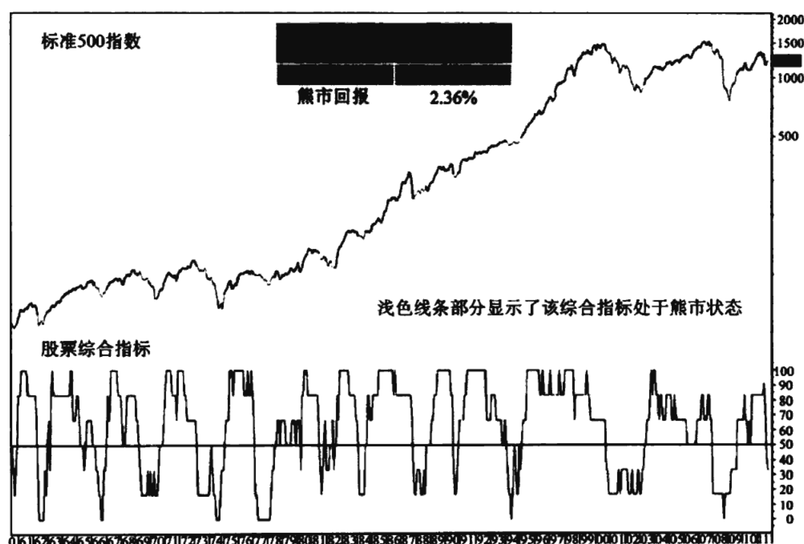


图9-2 普林格-特纳股票综合指标的表现（1956～2011年）

注：股票综合指标显示了对股票有利和不利的市场环境，并能和其他综合指标一起，显示经济周期所处的阶段。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全没有关系。我们的经济周期模型假定当市场发生转折时，其过程应该是渐变和缓慢的。尽管不完美，股票综合指标的历史表现是非常可靠的。股票综合指标的主要用处是给予你信心，并指导你在市场大涨时尽早介入。在出现长期性熊市时该综合指标特别有用，因为它能警告你避开主要的市场大跌，保护你的资产。

最后一个是通货膨胀的综合指标，该指标监控的是大宗商品的价格，如图 9-3 所示。我们采用 CRB 工业原材料现货价格指数作为大宗商品的市场指数。该指数不包括任何与天气有关的大宗商品，唯一的例外是棉花。因此，该指数比其他大宗商品价格指数对经济周期的波动更敏感。由于工业原材料在此指数中所占权重很大，CRB 工业原材料现货价格指数对通货膨胀和利率有很强的经济影响。

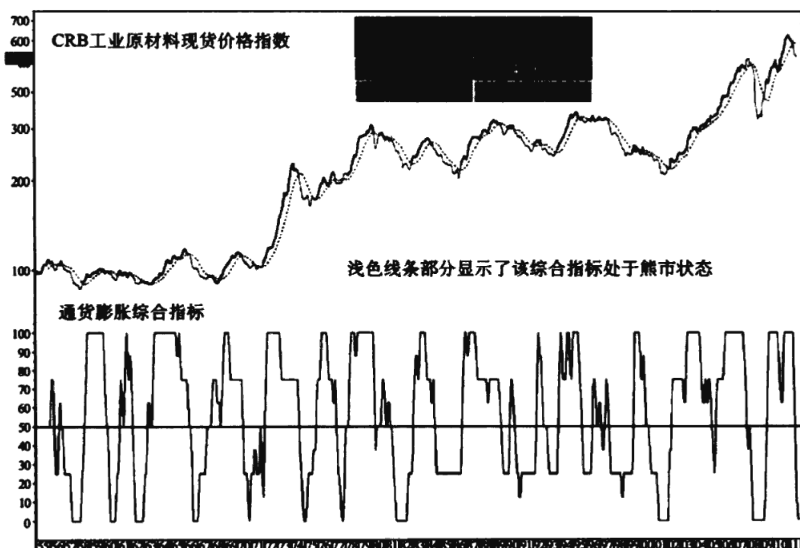


图 9-3 普林格–特纳通货膨胀综合指标的表现（1956 ~ 2011 年）

注：通货膨胀综合指标显示了对股票有利和不利的市场环境，并能和其他综合指标一起，显示经济周期所处的阶段。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从历史表现来看，利用大宗商品综合指数模型可以让投资者成功地避开大宗商品市场的大跌，但是该综合指标偶尔也会发出上下跳动的不确定信号，如在2005年的熊市期间和20世纪90年代中期的几个熊市。该通货膨胀综合指标在过去的很多经济周期中都被证明有助于投资者更好地调整资产配置，增加投资组合的价值。这三个综合指标分别显示了对每个资产类别有利或不利的投资环境，把这三个指标结合起来，我们可以得到经济周期处于哪个阶段的信号。将这三个指标结合起来运用就得到了经济周期的6个阶段，同时，这三个指标走势之间的关系显示了市场是理性的、有逻辑的和有先后次序的。在本书的第6章中，我们已经讨论过经济周期的转折点，并描述了在现实世界中经济周期波动的各阶段的顺序。将这三个综合指标结合起来运用是构建道琼斯-普林格经济周期指数的基础，该指数不仅是识别经济周期阶段的指路图，而且能指导我们更有效地配置资产，提高投资回报。

构建指数的第2步：按阶段进行资产配置

一旦我们通过三个综合指标识别了当下处于经济周期的哪个阶段，下一步就是评估每个资产类别在各个阶段的表现。有了每类资产的历史表现作为参考，我们就可以在经济周期的每一个阶段有针对性地调整各类资产类别在投资组合中的权重。例如，平均而言，第2阶段通常是股票表现最好的阶段，债券的表现也还可以，但对大宗商品的投资则应避免。在第1阶段，债券的市场表现很好，但股票和大宗商品在该阶段的表现都不好，因此投资者应该对投资组合进行资产轮换，以反映各类资产在各个阶段的特点。换句话说，在第1阶段，投资组合中债券所占的比例应该很高，在第5阶段中的比例则应该很低，因为债券在该阶段的表现很差。对股票而言，在投资组合中配置比例最高的时候应该在第2阶段，而在整个周期开始的第1阶段的配置就不应该这么高。

另外还有两个次要的阶段（前面讨论过的第7和第8阶段）没有包括在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的6阶段模型中。这两个不常见的阶段出现的时间大约占总体的10%，虽然不太重要，但仍然需要我们关注。其余90%的时候，经济周期都是按照我们的6阶段模型理性地、有逻辑地和有先后次序的展开。因此，经济周期分析是一个有价值的方法。

构建指数的第3步：股票市场的行业配置

道琼斯和普林格团队构建道琼斯–普林格经济周期指数的最后一步工作是评估不同行业的股票在经济周期各阶段的表现。例如，在第1阶段，股票市场总体而言仍处于下行中，此阶段在投资组合中配置少部分股票也是可以的，但应该投资在经济疲软时受影响不大的行业。一些备选的行业，如消费必需品类股票和公用事业类股票由于受利率下跌的影响，有可能表现不错。同理，道琼斯公司发现医疗服务行业的股票在第5阶段表现不错，尽管整体股票市场在该阶段正由牛转熊。因此，在第5阶段的投资组合中配置一些医疗服务行业的股票是可行的。

指数和ETF

这三步做完了，我们就可以得到最后的道琼斯–普林格经济周期指数。道琼斯公司将该指数授权给那些打算将其部分资产按照经济周期阶段模型的方法进行管理的机构投资者使用，该方法也可用于ETF或共同基金的管理。图9-4显示了该指数1956～2011年的表现。除了道琼斯公司，其他几个数据提供商也用DJPRING的代码向用户提供该指数的使用权。代码的具体格式取决于数据提供商如何对该指数进行归类，例如，彭博（Bloomberg）的代码是DJPRING：IND，雅虎的代码是^DJPRING。

表9-1显示了运用道琼斯–普林格经济周期指数分阶段进行资产配置的回报，数据期间分别为1956～2011年和1994～2011年。从结果来看，每个阶段的收益都是正的，这让人深受鼓舞。但是，我们也需要意识到表中显示的只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

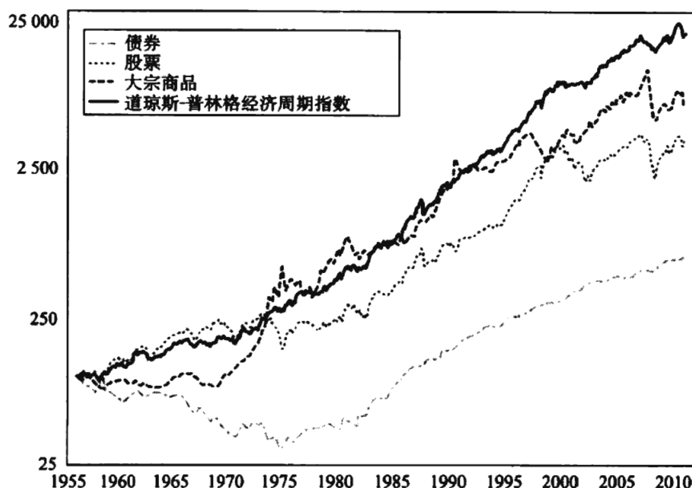


图 9-4 道琼斯—普林格经济周期指数的表现（1956～2011 年）

注：道琼斯公司利用普林格–特纳综合指标自 1956 年以来发出的信号来识别经济周期的阶段，并根据不同的阶段积极地调整债券、股票和大宗商品在投资组合中的配置，由此检验道琼斯—普林格经济周期指数的历史表现。检验的结论是，运用该指数指导投资可以提高收益，同时降低风险。

资料来源：Dow Jones Indexes.

是平均值，在一些周期中，运用该指数在某个阶段仍然会产生负的收益。例如，在 2000～2002 年的熊市中，该指数就先下跌了 10%，然后又用了 8 个月的时间收复失地，创出新高。在同样的熊市中标普 500 指数下跌了 50%，到 2012 年初标普 500 指数仍未能收复失地。在 2008 年的次贷危机中，道琼斯普林经济周期指数下跌了 19%，然后用了 10 个月收复失地。同期标普 500 指数下跌了 50%，相比而言，道琼斯普林经济周期指数的表现算是非常突出了。此外，到 2012 年年初，标普 500 指数也未能收复 2008 年下跌的失地。因此，道琼斯–普林格经济周期指数可能是能指导史密斯夫妇在第二个失去的十年中成功地进行投资的有效方法。

注意表 9-1 中有两列结果。一列显示的是 1956～2011 年年底道琼斯–普林格经济周期指数的表现，另外一列显示的是该指数 1994～2011 年年底的表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现。之所以要提供两个不同时段的数据是因为道琼斯-普林格经济周期指数使用的某些投资工具在1994年以前是不存在的。例如，在较长的那个数据段中，大宗商品的市场只能通过CRB工业原材料现货价格指数来体现，而1994年以后还可以通过交易所买卖票据（ETN）来投资道琼斯UBS大宗商品指数（代码DJP）。网站www.mhprofessional.com/mediacenter/提供了更多的历史数据。

表9-1 道琼斯-普林格经济周期指数在各阶段的表现 （%）

阶段	道琼斯-普林格经济周期指数（1956～2011年）	道琼斯-普林格经济周期指数（1994～2011年）
1	7.8	3.4
2	15.0	15.6
3	18.3	8.2
4	8.5	12.5
5	7.8	9.2
6	9.7	6.6
7	4.3	4.7
8	4.5	14.0
总计	10.1	11.2

注：根据经济周期各阶段的特征进行动态资产配置调整和有效的行业轮转，投资者可以在每个阶段都获得正的绝对收益（平均而言）和相当不错的风险调整后的收益。但要注意的是：某些阶段是出现过负的收益，未来的情况也可能会有所变化。

资料来源：Dow Jones Indexes.

考虑到道琼斯-普林格经济周期指数使用的某些投资工具的相关数据自1994年以后才存在，本章剩余部分的讨论仅限于1994～2011年的检验情况。但是，投资者一定要明白，没有人可以保证道琼斯-普林格经济周期指数在未来能和过去一样地表现良好。请记住，图9-5和表9-2总结的是1994年以来道琼斯-普林格经济周期指数的表现。

从图表中我们可以清楚地看到，道琼斯-普林格经济周期指数在1994～2011年年末这17年期间全面超越了债券、股票和大宗商品这三类资产的表现。请注意，道琼斯-普林格经济周期指数在收益上高于股票和大宗商品，在此期间承担的风险也显著低于股票和大宗商品。标普指数的标准差是16.2%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

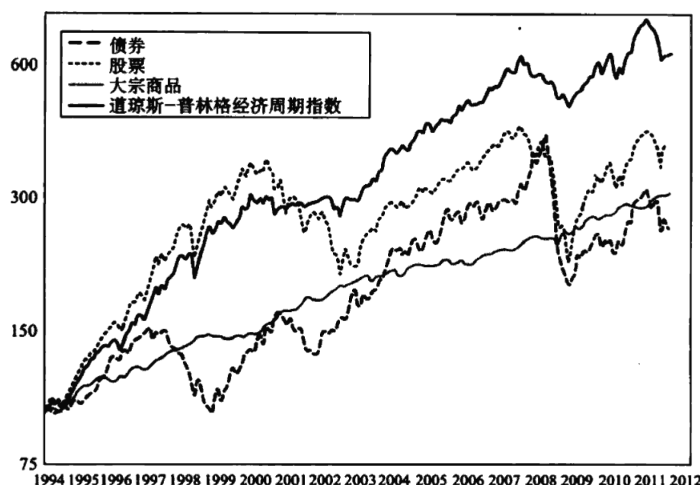


图 9-5 道琼斯-普林格经济周期指数的表现（1994～2011 年）

注：自 1994 年以来，道琼斯-普林格经济周期指数的表现比债券、股票和大宗商品三类资产的表现都更好，同时其风险（波动性）只有股票市场的 2/3 左右。

资料来源：Dow Jones Indexes.

表 9-2 道琼斯-普林格经济周期指数的风险/收益与基准资产类别的对比（1994～2011 年和 1956～2011 年） （%）

指数表现（1994～2011 年）				
指数	债券	股票	大宗商品	道琼斯-普林格
年化收益率	6.70	8.26	5.53	11.25
标准差	3.68	16.20	16.13	10.83
指数表现（1956～2011 年）				
指数	债券	股票	大宗商品	道琼斯-普林格
年化收益率	3.44	6.83	7.95	10.05
标准差	6.81	13.40	15.10	9.70

注：道琼斯-普林格经济周期指数在这两段长时期内的表现都超过了每个资产类别。

资料来源：Dow Jones Indexes.

而同期道琼斯-普林格经济周期指数的标准差只有 10.83%——标准差越低，波动性和风险就越小。只有债券的标准差要小于道琼斯-普林格经济周期指数的标准差，但是，债券的年化收益率要比同期道琼斯-普林格经济周期指数的收益率低 40% 以上。

正如你所看到的那样，经济周期周而复始有规律起伏的性质使得道琼斯-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普林格经济周期指数可以动态地在某一阶段重仓此阶段一贯表现较好的资产类别和行业，同时轻仓此阶段一般情况下表现不好的资产类别和行业。不过，我们还是要再次强调历史只能用作未来决策的参考，历史上赚钱的策略不能百分之百保证未来也能赚钱。



要点

1. 全球领先的指数研究机构道琼斯公司利用1956年以来的数据分析了普林格-特纳的经济周期阶段理论和综合指标信号的有效性，证实运用该方法投资能提高风险调整后的收益。
2. 我们提出的独有的综合指标模型是用于识别股票、债券和大宗商品周期性牛市和熊市的工具。
3. 道琼斯公司和普林格的团队共同构建了一个主动管理的指数，该指数基于综合指标的信号围绕经济周期的6个阶段动态地调整投资者组合的资产类别和行业重点。
4. 如果能得到美国证券交易委员会的批准，市场有望在2012年下半年推出一个主动管理的，基于道琼斯-普林格经济周期指数进行战术资产配置的“经济周期”ETF。



史密斯夫妇的疑问

问：你所讲的东西似乎就是市场时机把握，但我们所读到的有关资料说，市场时机把握是不大可能成功的。6阶段策略和市场时机把握有什么不同吗？

答：有不少投资顾问在运用所谓的市场时机把握策略，他们其中的很多人是趋势跟随者，在某个给定的市场环境中，他们常常要么就满仓，要么就空仓。这些采用趋势跟随策略的投资管理者会采取突然和极端的方式来“赌”市场的时机，试图在市场上升时全仓进入，而在市场下跌时空仓退出。投资者按此策略操作是很难真正踩准市场的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

节奏，实现预设的目标。相反，经济周期的投资策略从来不满仓或空仓。6阶段的方法实际上更强调的是风险管理和理解金融市场波动的先后次序。基于历史的经验，我们是有可能预测哪些“季节”对股票、债券和大宗商品有利和不利。此外，我们还可以识别历史上在经济周期各个阶段表现最好和最差的行业，从而进一步降低风险和提高成功的概率。和其他任何策略一样，我们提出的策略也不是完美的，运用的效果有时好些，有时差一点。然而，长期而言，运用该策略投资的确能提高风险调整后的收益。

道琼斯-普林格经济周期指数和市场时机把握策略的另一个重大区别在于，在我们的指数策略中，投资组合的调整是逐步进行的，并且不走极端（如全部持有现金）。投资组合中资产的配置是基于对现阶段的分析和参考相关资产类别和行业的历史风险和收益特征系统地进行的。其结果如道琼斯-普林格经济周期指数所显示的那样，能为投资者带来很好的风险调整后的收益，且并不需要投资者在任何时候做出满仓或空仓那样的极端赌注。

道琼斯免责声明

CME集团指数服务有限责任公司2012。保留所有权利。“道琼斯指数”是CME集团指数服务有限责任公司（CME指数）的注册商标。“道琼斯”“道琼斯指数”“DJ”“道琼斯-普林格经济周期指数”以及前面所列的所有其他指数名称都是道琼斯商标控股有限责任公司所持有的服务商标，且为CME集团指数服务有限责任公司注册使用。“CME”是芝加哥商品交易所的商标。“普林格”是普林格研究所的服务商标。道琼斯-普林格经济周期指数是基于CME集团指数服务有限责任公司和普林格研究所之间签署的协议而发布的。

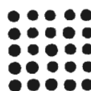
道琼斯公司、CME集团指数服务有限责任公司和它们任何的附属机构都没有发起、授权、出售或推广任何基于，或标识为道琼斯-普林格经济周期指数的投资产品。道琼斯公司、CME集团指数服务有限责任公司和它们任何的附属机构也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有就投资这样的产品做出过任何建议。在构建上述指数时涉及的任何公司或投资产品并不说明道琼斯公司、CME集团指数服务有限责任公司和它们任何的附属机构对这些公司和投资产品的投资价值有任何评价。道琼斯公司、CME集团指数服务有限责任公司和它们任何的附属机构都没有对与这些指数有关的问题提供投资建议。

这些材料中的所有信息都是描述性质的。道琼斯公司、CME集团指数服务有限责任公司和它们任何的附属机构，对这些材料的准确性和完整性不承担责任。这些材料的内容可能未经事先告知就发生变化，道琼斯公司、CME集团指数服务有限责任公司和它们任何的附属机构对此不承担任何责任。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 10 章
Chapter 10

投资组合风险管理

WALL ST. DISCUSSES SHORT STOCK SALES

Friends and Foes of Practice Agree a Law Against It Would Curtail Trading Sharply.

BROKERS' PROBLEMS CITED

With Business Reduced, Value of Members... Exchange Also Shrink.

HUA ZHANG CLASSIC
Finance&Investing

Government Regulation Would Mean Breakdown in Efficiency, He Declar

TRADING PROVIDES CHECKS

Shorts 'Smooth the Waves,' but Affect the Tides,' He Says

SHORT SELLING OF
A SUBJECT FOR DE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期性熊市期间市场会经历若干深度的周期性波动和转折，进行谨慎的风险管理显得尤其重要。这将直接关系到投资者是否能安全地度过第二个失去的十年，保护自己的资产和精神不受伤害。本章总结了投资者如果想在这艰难的 10 年成功地生存下来必须考虑的一些风险管理措施。

风险和收益的判断

市场长期性的前景对于理解当今投资领域的风险和机遇设定了一个大的背景。在长期性的牛市中投资是比较容易的，长期性的上升趋势为投资组合的回报提供了一个顺风顺水的环境。投资者的错误决策很快就会被市场原谅，因为市场短期的下跌最终会被上涨的大趋势所取代。在长期性的熊市中进行投资决策就比较困难了，因为其间市场的周期性波动更强，整体处于一个下跌的趋势。投资者如果认识到长期熊市环境中投资所面临的困难，他们就应该将投资策略专注于利用长期熊市中的经济周期上升期间让自己的资本增值。从这个角度来看，意识到并能识别本书前面章节中讨论过的长期性趋势和周期性趋势是重要的第一步。还有什么其他的策略能够帮助投资者在一个困难重重的长期性熊市环境中管理风险？在普林格-特纳资本集团，我们采用了若干其他的风险管理措施来稳定我们投资组合的价值和防范过高的风险。这些风险管理策略的运用不仅能够为投资者带来更好的投资回报，而且也显著地增加了投资者内心的平静。

在对一个新的投资进行评估时，大多数投资者都会问：“我能赚多少钱?”但这只是问题之一，投资者需要问的另一个问题是：“亏损的风险有多大，或者这个投资会亏本吗?”投资出现亏损是无法避免的，但在投资中避免出现投资组合的重大损失对投资者来说至关重要。本章将阐述为什么风险管理是获得长期投资成功的关键。我们也将介绍一些基本的方法来帮助你更好地管理投资风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险管理和“重大亏损法则”

谨慎的风险管理应该是投资策略的核心部分，但风险管理是一个常常被错误运用的概念，并没有得到足够的重视。在普林格-特纳集团，我们更愿意用“损失管理”这个词，因为“损失财富”比简单地说“管理风险”意义更深刻，更能让投资者有切身的感受。想想整个股票市场大约1/3的时间都是处于熊市，管理损失是非常有必要的。在目前的长期性熊市中，股价会继续跌得更深和更频繁，因此你更需要意识到“损失管理”的重要性。熊市会有规律的出现，这是投资者无法改变的现实。在大多数情况下，股市的下跌是经济周期波动的结果。对于史密斯夫妇来说，他们在30多岁的时候开始积累资产，随后一直管理这些资产并依靠这些投资的资产来维持他们期望的生活水平，直到80岁以后。这是一个长达50年以上的投资管理期间——不是一次冲刺，而是一场马拉松长跑。史密斯夫妇在其50年的投资生涯中会遇到多少个熊市？在展望未来之前，让我们先回顾一下历史（见表10-1）。

表10-1 1960年以来的熊市

起始年	持续时间（月）	道指跌幅（%）
1961	6	-26
1966	8	-25
1968	17	-33
1973	22	-45
1976	17	-26
1981	15	-23
1987	2	-33
2000	36	-34
2007	16	-53
平均	15.4	-33

注：投资者在其投资生涯中会经历很多周期性熊市（每次下跌20%或更多）。在过去50年中，道琼斯工业指数出现过9次比较大的下跌，平均跌幅33%。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

今天的投资者应该准备好应对熊市会像过去那样有规律地出现。在过去50年中，道琼斯工业指数经历了9次显著的熊市下跌，平均每5.5年一次，每次平均下跌幅度33%。值得一提的是，这9次源于经济周期的熊市有8次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是发生在长期性熊市中。

这些阶段性的熊市对你的财富会带来很大的风险，“重大亏损法则”显示了一个投资组合在熊市中经历重大损失的悲惨后果。该法则显示你如果要收复大跌后的失地，你需要获得几何（指数）级别的收益。如果数学不是你的强项，不用担心，图10-1提供了一个简单的解释。例如，一个投资组合如果下跌10%，那么收复失地需要上涨11%。如果是一个较大幅度的33%的下跌，那么要收复失地就需要50%的上涨，这就不太容易了。

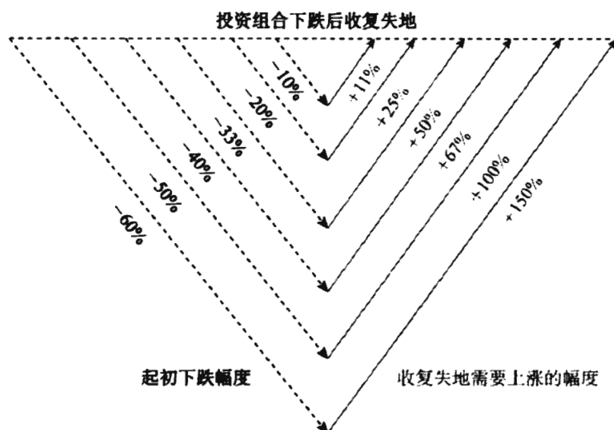


图10-1 重大亏损法则

注：不要出现大的损失，这很重要，在蒙受大的损失后，要收复失地从数学上来说是很困难的。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

我们举一个例子，某个奉行买入并持有策略的投资者从2007年年末到2009年年初（股市的峰顶到谷底）大约会损失其投资组合市值的57%，要收复失地，就必须要有133%的上涨。不用说，在一个长期性的熊市中，这个奉行买入并持有策略的投资者可能要等上若干年才能收复失地。限制损失的幅度对史密斯夫妇的退休投资来说更为重要，因为他们为了维持生活水平还得取出投资组合的部分资金。抽走投资的资金会影响到收益，加大损失带来的影响。因此在这种情况下保持投资组合能获得稳定的回报，将损失限制在最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小程度显得尤其重要。让我们假设前面提到的那个奉行买入并持有策略的投资者退休了，并且每年从其投资组合中取出5%来支付生活费用。那么要收复2007～2009年股市下跌造成的损失，并弥补每年抽走的资金，该投资者需要获得多高的受益呢？答案是182%以上！当你将我们对未来股票市场会出现更多和更深的下跌的预测与重大亏损法则结合起来考虑的时候，你就会看到普通退休者面临的考验更加艰巨。实际上，目前退休的股市投资者已走上了一条不归的路，在他们的余生中，他们投资的资产很可能会在他们离世前就被消耗殆尽。在未来10年的股票市场中赚钱和甚至生存都在很大程度上取决是否有一个好的防守策略。正如沃伦·巴菲特所说："一个投资者只要不犯大的错误，他就不需要做多少正确的事情。"

防守是保护你辛苦赚来的资产的战术方法，有若干种途径可以帮助你实现这个目的。保护你的资产的过程和洋葱的多层结构有相似之处。最好的防守策略包括了多层风险防御措施，以有效地减少波动性，防止出现大的损失。防守层越多，你的投资组合得到的保护就越好，你晚上睡得就越安心。我们现在来看看史密斯夫妇在现实世界中该如何进行损失管理。他们在当下长期性熊市余下的时间里该怎么做，才能使他们的资产得到保护和增值？每个投资者都应该整合到投资决策中的要素包括：战术资产配置、分散化投资、质量、价值以及收入。

战术资产配置的重要作用

史密斯夫妇投资能否得到满意的回报，最重要的决定因素是他们如何在不同的资产类别间进行资产配置。在本书前面的章节中，我们已经详细解释了为什么我们面临的是股票和债券的长期性熊市。我们还介绍了经济周期以及主要的资产类别如何围绕经济周期理性地、有逻辑地和有次序地波动。掌握这些知识是找到一个能获取更好回报，同时降低风险的投资策略的基本前提。史密斯夫妇可以根据所处经济周期的具体阶段，逐步调整投资组合的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产配置，重仓历史上该阶段表现突出的行业。

风险管理的另一个层次是关注市场的中级波动，即持续时间在 2～6 个月，价格至少上涨或下跌 10% 以上的市场变化。图 10-2 的“市场周期模型”显示了一个我们熟悉的钟形曲线，这是一个典型的由经济扩张阶段和经济收缩阶段构成的，持续 4～5 年的经济周期。

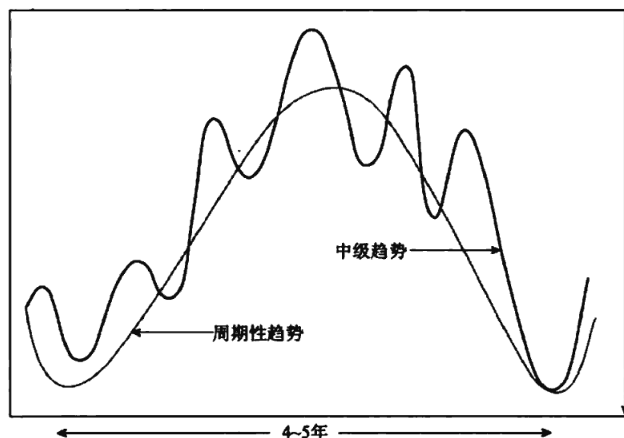


图 10-2 市场周期模型

注：市场的中级波动为投资者提供了一个在经济周期趋势内通过调整资产配置获利的机会。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

我们都知道市场的实际变化并不是如钟形曲线所描述的那样平滑，市场还会围绕经济周期的主要趋势出现上下波动，这种持续 2～6 个月的中级波动给投资者又提供了一个在经济周期趋势内通过调整资产配置盈利的机会。为了识别这些中级波动，我们采用综合性的市场分析方法。该方法需要衡量三个直接影响股票价格的因素：**货币政策环境、短期趋势和投资者情绪**。

货币政策环境

货币政策环境是指美联储的货币政策是紧缩（坏）还是宽松（好）。你如何才能知道货币政策是紧缩还是宽松呢？美联储要解决的问题要么是通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀，要么是失业。如果失业率攀升，美联储就会执行宽松的货币政策。如果通货膨胀节节走高，美联储就会出台紧缩的货币政策。联邦公开市场操作委员会（FOMC）每6个星期发布一次的会议纪要会披露美联储关注的重点和货币政策的取向。美联储可以通过多种不同的工具来实施其货币政策，包括设定贴现率、设定保证金比率和调整商业银行存款准备金率。总的来说，美联储的政策对经济和金融市场有着巨大的影响。

短期趋势

一个好的医生可以通过血压、脉搏和其他重要的身体信号来判断一个病人的健康状况。短期趋势是近期市场内在健康状况的衡量指标。市场的内在健康状况可以通过多种指标来衡量，如上涨股票数量和下跌股票数量比、创新高的股票数量和创新低的股票数量比、上涨股票成交量和下跌股票成交量比等。这些指标也衡量市场是否处于过度上涨（超买）或过度下跌（超卖）状态，是否随时有可能发生向相反方向反转，这种反转也被称为“均值回归”。观察这些2~6个月内的价格波动，并据此进行局部的投资组合调整，投资者可以进一步增加投资的收益。

投资者情绪

投资者心理能够很好地作为反向指标体现投资者是否处于过度恐惧（好）或过度贪婪（坏）的状态。我们这里讨论的对市场的三种分析中，最容易理解的就是投资者心理，因为我们都是人，都有着类似的情绪特征。事实上，投资者对自己的情绪以及这种情绪如何影响自己的投资决策是否有着清醒的认识，是导致投资成功或失败的一个重要因素。“投资者情绪周期”（见图10-3）显示了投资者的情绪如何从一个极端走向另一个极端的典型变化过程。

任何有一定经验的投资者对市场上下波动过程中人们所表现出来的这些情绪都不会感到陌生。我们自己作为资产管理者经历了很多周期性波动，在这期间观察到的投资者情绪的迅速变化的确是令人惊讶的。衡量这些情绪的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

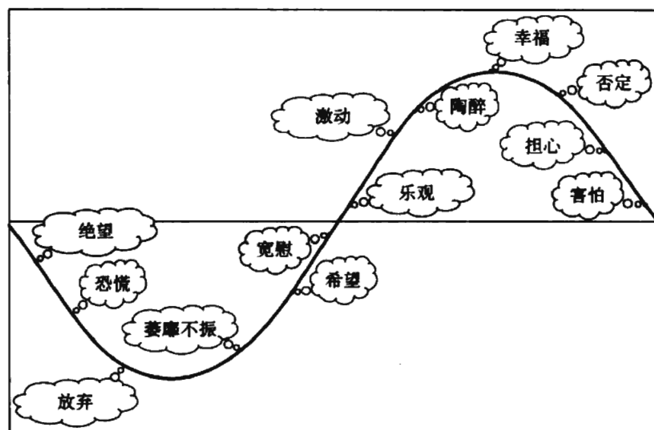


图 10-3 投资者情绪周期

注：研究投资者的心理是识别中期和周期性市场转折点的方法之一。

资料来源：Dow Jones Indexes.

变化是投资者有效地利用中级市场波动获利的关键。同时，理解这些极端情绪也有助于我们避免受到自己的伤害——来自我们自己的情绪。

理解投资者心理的一个简单方法是分析股票市场最近发生的两次中级下跌。这两次下跌能让我们理解到股价均值回归和投资者情绪的变化是如何造成股市的中级波动的。这两个案例是股票市场从 2010 年 5 ~7 月以及 2011 年 7 ~10 月的两次近 20% 的下跌。市场为什么会在短短的几个月内下跌了近 20%？是因为经济或 GDP 下跌了 20% 吗？不是。是因为失业率迅速攀升吗？不是。是因为零售销售额大幅下降或通货膨胀率以两位数的速度上升吗？不是。是因为公司每股盈利突然大幅下滑？不是。那么是什么出现了变化？是投资者情绪发生了变化。投资者心理从对经济形式的过分乐观变为过分悲观。市场周期模型的图表（见图 10-2）显示了市场中级波动背后的投资者情绪变化，这种情绪变化为敏锐的投资者提供了中期盈利机会。

本书的目的并不是要详细讨论这些市场分析的方法，我们这里只是想将其作为风险管理的另一个层面介绍给读者。关于这方面的详细内容，请参阅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马丁·普林格所著的《技术分析》（*Technical Analysis Explained*）[⊖]，该书一直是技术分析领域的畅销书，也是证券分析业内人士考取特许市场技术分析师（CMT）资格证书的指定读物，书中包括了市场分析各个方面的详细材料。

质量很重要

如果史密斯夫妇在配置资产时更注重高质量公司的股票和债券，那么他们晚上就会睡得更安心一点。对金融资产数十年的研究结果显示：投资对象的质量越高，风险调整后的收益也越高。不幸的是，在现实中，挑选高质量的投资品种说起来容易做起来难，因为投资对象的挑选过程具有高度的主观性。美不美，或者质量高不高，取决于评判者的眼睛。那么，评判一个公司是否是高质量公司应该主要关注哪些特征呢？一个高质量公司的盈利应该表现出长期稳定增长的态势，不会受到经济环境的严重干扰。在 21 世纪的头 10 年，经济环境的波动的确给公司带来了很大的影响，但高质量的公司对复杂多变的经济形式都有所准备。在经历了次贷危机后，这些高质量的公司仍然在 2009 年及以后表现出健康的财务状况，很多公司甚至盈利大涨。

在界定了什么是高质量的公司后，让我们重新思考一下这个问题：这些公司的共同特征是什么？高质量公司的一个主要特征是在一个前景光明的行业中拥有可持续的竞争优势，因此具有盈利不断增长的潜能，同时不用过分担心新的竞争对手的进入。微软就提供了一个相对于竞争对手而言拥有可持续竞争优势的公司的很好的例子，微软在个人电脑、服务器和电玩游戏市场具有难以撼动的地位。自进入 21 世纪以来，微软的收入和每股盈利翻了 4 倍，这样的收入和盈利增长显然是令人嫉妒的。然而，令史密斯夫妇困惑的是为什么微软是他们的退休账户中同期表现最差的投资对象之一。这里暂时先把这个问题放一放，留到后面讨论价值的那一节中再讨论。我们先看看决定公司质量的其他关键因素：管理和运营业绩。

⊖ 此书中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的管理水平常常被投资者所忽略，但这是不应该的。有一支致力于股东的长期利益的管理团队（而非管理者自己的短期利益）非常重要。识别公司管理团队是否与股东利益高度一致的方法之一是看管理团队持有多少公司股票。公司管理人员持有公司股票占其个人财富的比例越高，他们致力于股东的长期利益的动力就越大。仅仅是这点并不足以保证投资的成功，但是知道公司的管理阶层在为股东的利益而尽力，会给予投资者重要的信心。

高质量的公司在它们披露的财务报表中一般都会体现出一些关键的共同运营特征。高质量公司共有一个核心特征是拥有很强的自由现金流。自由现金流是公司在支付了所有的运营成本之后剩余的现金。理解这个概念的一个简单方法是从个人的角度来看待自由现金流。例如，在你的职业生涯中，你每两周领一次薪酬支票，支票里的钱名义上全部都是供你自由花销的。不幸的是，我们知道事实不全是如此，因为你的支票金额的相当一部分必须用于支付购房按揭/房租、水电气费、食品、交通、保险、医疗健康以及税收。在支付了所有这些生活费用后，你才可以将剩余的钱花在你想要买的东西上。这就是你个人的自由现金流，其性质和公司的现金流是相同的。你个人生活中拥有的自由现金流越多，你的个人自由度就越大。同理，公司的自由现金流越多，公司拥有的自由度也就越大。自由永远是一个好东西，特别是在商业世界里。拥有充足的自由现金流让公司可以从内部融资，从而减少经济周期对公司的影响。这在经济陷入困境，信用和金融市场低迷不振时尤其重要。例如，精明的公司经理就可以利用手里掌握的现金流，在经济不景气的时候回购价值被低估的本公司股票，此外还可以利用这个机会收购其他的企业和雇用优秀的人才。

高质量公司的运营特征还包括持续稳定的收入来源和低负债率。

一个公司拥有年复一年可以持续的业务收入是一个突出的优势。持续稳定的业务收入给公司提供了一个安全基础，让公司可以专注于拓展其业务。以可口可乐公司为例，该公司大部分客户，如餐馆、批发商和超市对其产品都有持续的需求。这就给可口可乐的运营减轻了压力，因为这让公司的管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者能够更准确地预测未来的需求，使销售团队可以专注于开拓新的收入增长点。相反，那些销售诸如汽车、住房、度假产品和奢侈品等大件商品的公司就不具有这样持续的稳定销售收入。对经济周期敏感的公司面临更大的运营风险，因为它们的销售收入在经济周期上下波动时更容易受到消费者信心和消费方式变化的影响。当经济形势一片大好时，消费者有信心购买一些大件的消费品，比如房子、新车或海外度假。但是，当经济风暴开始积聚时，消费者的乐观情绪很快就消失了。消费者会捂紧自己的钱包，他们首先削减的开支就是那些暂时可买可不买的大件消费品。高质量公司拥有持续稳定收入来源，相对不受经济的波动和消费者信心的影响，拥有这样高质量公司股票或债券是降低投资风险的重要途径。

公司的质量还可以通过其债务的使用状况来判断。债务是一把双刃剑，它在提高权益资产收益率的同时也可以加重企业的亏损。如果审慎地加以使用，债务可以为公司提供运营、财务和税收等方面的益处。一个公司如果维持较低的负债率，那么就为自己留下了犯错误的余地，不会因为犯错误引发灾难性的结果。债务的运用也有相当的风险。鲁莽的管理团队最后会依靠过高的负债率来维持公司的盈利率。远离那些债台高筑的公司是投资者明智的选择。投资者最好投资那些基于健康的商业原则运行的公司，而不是那些依赖债务的公司。沃伦·巴菲特在1990年致股东的信中指出：

> 我们被告知巨额的债务会迫使公司经理人更专注于经营，就像是方向盘上插着匕首的一辆车，其驾驶员一定会小心翼翼地开车。当然我们绝对相信这样一定会让驾驶员相当小心谨慎，但是这样做的另外一个后果就是只要车子碰到一个小坑或是一小块冰就可能造成致命的车祸，在商业的道路上也遍布着各种坑坑洞洞，一个要求必须避开所有坑洞的计划实在是一个相当危险的计划。

在负债上持保守态度的公司偶尔在路上也会遇到财务问题的坑洞，但这一般不会让他们冲出路外，造成翻车。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

若干学术研究的成果显示那些管理水平很高，居于行业领导地位的跨国公司较那些管理水平不好的公司在盈利和股息分配上表现出更好的稳定性，更不容易爆出让投资者震惊的负面新闻。标普自1956年以来就在公布公司质量排行榜并对公司多年的业绩进行了研究。标普对公司业绩的分级是基于对公司过去10年的盈利和股息的增长性和稳定性的分析。标普的分级反映了一些主要公司之间的相对实力，并提供了一个筛选高质量股票的简单方法。你可以从很多券商的网站或购买了标普研究报告的社区图书馆获得上述分级信息。2005年10月的标普研究报告指出：①1986～2004年，由质量排行表中排行高的股票构建的投资组合的表现好于同期标普500指数的表现，更远好于由质量排行表中排行低的股票构建的投资组合的表现；②由质量排行高的股票构建的投资组合，风险更低；③由质量排行高的股票构建的投资组合，其基本面风险（商业风险）更低；④由质量排行高的股票构建的投资组合在盈利下滑、信用风险增加时，受到的负面影响较小；⑤质量排行高的公司的盈利增长和社会整体的公司盈利情况以及信用周期没有关联性。表10-2比较了由质量分级中划分为A、B、C和D级股票构建的投资组合以及同期标普500指数的表现。

表10-2　标普上市公司质量排行的各类股票的平均年收益率（1986～2004年）

	A级	B级	C、D级	标普500
年收益率	13.10%	11.80%	9.30%	12.30%
标准差	14.70%	18.10%	29.30%	15.60%
收益/风险	0.89	0.65	0.32	0.79
Beta值	0.87	1.07	1.37	1

注：标普的研究显示，长期来看，高质量公司的回报好于低质量的公司，同时风险（波动性）也更低。

资料来源：Standard & Poor's Quality Rankings: Portfolio Performance, Risk, and Fundamental Analysis.

表10-2的数据显示投资者应该投资高质量的公司，从而获得更高的投资回报，并同时降低投资组合的波动性。由高质量公司构建的投资组合所具有的较低的风险在长期性熊市中尤其重要，因为此时保护投资组合不遭受重大损失是最关键的一点。将高质量公司纳入你的投资组合肯定是必要的，但仅仅如此并不能保证你能获得好的投资业绩，同样重要的是你要能以便宜的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格买入这些高质量公司的股票。

价值投资的长期吸引力

“价格是你的付出，价值是你的收获。”这是本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）的格言，他被很多人认为是价值投资的首倡者。格雷厄姆认为，投资成功的关键在于：买入与公司内在价值相比股价处于大幅折扣状态且有良好业务支撑的公司股票。他提出了“安全边际”这个概念来描述用折扣价购买某个证券。在安全边际状态下购买的证券能为投资者的投资组合提供了又一层风险管理。史密斯先生的确购买了一个高质量公司——微软的股票，但相对于该公司的内在价值，他支付了过高的溢价。史密斯先生对微软的投资缺乏“安全边际”，这就是为什么这只股票在其退休投资账户中的表现并不好的原因。

图 10-4 显示了 1995 ~2011 年微软的股价走势和价值分析。图 10-4 的上部是微软的股价走势（进行了分红与拆股调整后）。和 1995 ~ 2000 年无数的高科技股票一样，微软的股价在这期间从每股 5 美元暴涨到每股 45 美元，大大提高了投资者对该公司未来的预期。但是，在 2000 年的长期性熊市开始后，该股也对其前期过度上涨进行了修正。2000 ~ 2011 年，该股大部分时间在每股 20 ~ 30 美元之间盘整，打破了史密斯夫妇认为高质量公司的股价一定会持续上涨的信念。事实上，微软并没有辜负市场给出的股价，其每股盈利从 1995 年的 0.15 美元稳定地增长到 2011 年的 2.5 美元，如图 10-4 的中间部分所示。那么，微软股票表现不好的原因何在呢？简单地说，估值。图 10-4 的底部显示了微软的股价从过度高估到被低估的变化历程。在 20 世纪 90 年代末微软股价的高峰处，高科技泡沫的投资者迫不及待地用 68.50 美元的代价买入微软 1 美元盈利的拥有权（68.5 倍的市盈率），而今天，心灰意冷的投资者对于同样 1 美元盈利的拥有权只愿意支付 9.50 美元（9.5 倍的市盈率）。市盈率的大幅下降最终吞噬了微软盈利上涨的成果，让史密斯夫妇手里的微软股票表现令人失望。正如我们在对当前股市所处的长期性前景的分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中所指出，微软股东的遭遇并不是一个孤立的现象，整个股票市场都经历了市盈率的不断下降。

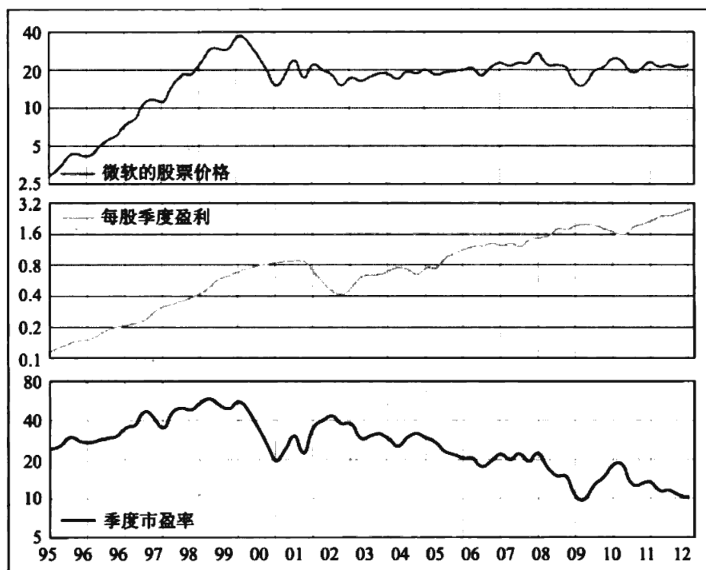


图 10-4 微软的业绩和估值（1995～2011 年）

注：和整体股票市场一样，微软在刚进入21世纪时处于极高的估值水平。随后，微软盈利的稳定增长和股价的止步不前使这家高质量的上市公司重新变得对投资者有吸引力。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

随着当下长期性熊市的持续，上市公司的股价会变得越来越便宜。在有吸引力的价格水平上购买高质量公司的股票将会减小市场估值水平下降带来的负面影响。

历史经验表明，这种策略不仅会改善投资者的收益，而且还能降低投资组合的波动性。詹姆斯·奥肖内西（James O'Shaughnessy）在其广为流行的《华尔街投资原理》（*What Works on Wall Street*）一书中指出

> 如果你持有的是低市盈率的股票，你在5年内打败股票市场的概率是92%……如果我们把时间延长到10年期，从历史来看，低市盈率的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票组合的回报几乎都打败了同期的市场回报。在我们统计的样本期内，433个10年中，只有3个10年低市盈率的股票组合的回报没有跑赢大盘。低市盈率的股票组合的回报不仅跑赢了大盘，而且其风险还低于大盘。

尽管价值投资也许不像成长型投资那样具有魅力和激动人心，但从长期来看，价值投资的回报超过了成长型投资，且风险要小得多。有大量的基本面分析手段可以用于筛选价值股票所具有的特征。价值投资为投资组合的风险管理，或者说损失管理又增加了一个层面。

作为冲击缓冲器的投资组合收入

和大多数其他投资者一样，史密斯夫妇投资决策的重心放在资本增值上。这是一个很自然的倾向，因为在一个长期性的牛市中，投资者的主要收益来源于资本增值。股息收入居于次要的位置，在很多情况下投资者不太关注，甚至完全不在意。不幸的是，史密斯夫妇忽略了股息收入所具有的复利效应，而这对投资组合在长期内获得正的收益具有重要的影响，尤其是在长期性熊市的环境下。股息的复利效应在长期投资中非常显著。为了股息而投资当然不像成长型投资那样有吸引力和激动人心，但确实是一个有效的投资理念。从历史上来看，有规律地支付股息的公司多是能够实现营业收入和利润可持续增长的公司。这些公司一般情况比那些不支付股息的公司管理得更好，财务状况更健康。同时，逐渐增加的股息流入不仅有益于投资者获得当下的收入，而且对抵御通货膨胀也有意义。

很多人将“**复利**”一词和从固定收益工具投资中获得的利息以及前期利息再投资的累积收益联系在一起。但复利也可用于股票红利，在很多情况下，公司支付的红利是定期增长的。有一类蓝筹股被称为“**分红机器**”，这类股票每年的分红都在增加。另一类精英股票在过去至少25年中分红不断增加，为股东带来了更多的价值，这类股票被称为“**分红贵族**”。这类分红连续多年不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断增加的蓝筹股包括雅培（39 年）、金佰利（39 年）、强生（49 年）和宝洁（54 年）等。这些股票中的贵族在经济衰退、战争、石油危机和金融危机中也保持了分红的上涨。

基于我们对长期性通货膨胀前景的预期，逐渐增加的股息对投资组合将有重要的意义。持续稳定的股息收入对投资组合能起到稳定缓冲器的作用，当市场下跌的时候吸收部分冲击。股价会不停地上涨或下跌，但可靠的股息有助于减少投资组合的波动，稳定其收益。自 1900 年以来，源于股息的收入几乎对股票投资的收益做出了近一半的贡献。历史显示，在过去的长期性熊市中，投资者不太可能通过股价上升获得收益，几乎所有的回报都来自股息收入。将具有合理股息的股票和高质量的股票结合在一起，围绕经济周期进行价值投资的战术性资产配置，投资者就能够显著增加提高投资组合收益率的可能性，而不仅仅是获得一些股息。

一个全面风险管理的流程

我们已经讨论了如何从多个层面对投资组合进行风险管理。对于史密斯夫妇来说，问题的关键在于如何将所有这些风险管理策略整合起来，实际运用到投资管理中去。为此，图 10-5 提供了一种从上至下的投资组合管理流程。

投资者需要做的第一步是理解当下股票、债券、大宗商品或对通货膨胀敏感的资产所处的长期性市场环境。当经济周期所处的阶段需要投资者采取防御性的措施时，投资组合的管理者就应该调整投资组合的资产配置，持有更大比例的现金，提高投资组合中资产的质量，增加投资组合现金流的产生能力。这些措施有助于让投资组合的损失在不利的市场环境中降到最小，并在下一个周期性牛市到来的早期尽快实现财富的增值。请记住，在每个周期性熊市之后，一个周期性牛市就会随之而来。表 10-1 列出了自 1960 年以来的主要周期性熊市。现在，我们在表 10-3 中列出随之而来的牛市的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

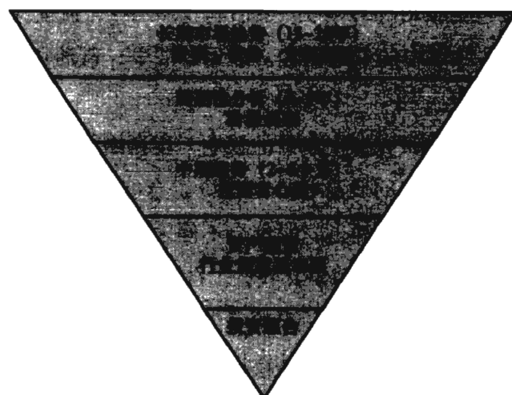


图 10-5 投资组合的管理流程

注：要在第二个“失去的十年”获得成功，投资者在构建投资组合时就必须将多层次的风险管理策略整合到一起。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

表 10-3 1960 年以来的牛市

起始年	持续时间（月）	道指上涨幅度（%）
1962	42	83
1966	25	32
1970	30	58
1974	21	75
1978	36	37
1982	60	237
1987	29	66
2003	53	82
2009	?	?
平均	37	84

注：每个周期性熊市结束之后，周期性牛市就随之而来。投资成功的关键在于在周期性下跌中保护好自己的资产，不要遭受重大损失，然后在随后的牛市中发展壮大。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

在牛市来临之后，就是发起进攻，实现财富增值的大好机会。此时投资者应该增加对股票的投资，并侧重于周期性的行业和新兴市场。这样投资者才能从这个“增长的季节”中获得最大的收益。

保护财富的安全并实现增值是一项具有挑战性的任务，要在当下长期性熊市中做到这一点，“损失管理”就显得尤其重要。我们已经阐述了史密斯夫妇首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先要进行风险分析的绝对必要性和重要性。其次，为了在将来的不利市场环境中生存和发展，他们需要将多层次的防御措施整合到投资决策过程中。制定一个完备的防御性投资策略将有助于他们更好地避免在下一次周期性熊市中遭受大的损失。如果能做到这一点，那么史密斯夫妇在熊市后随之而来的牛市中就能比较容易地实现财富的增值。本章想传递给读者的最重要的信息就是：在一个长期性熊市市场环境中，最要紧的事就是全力保护资产免受重大损失。



要点

1. 长期性熊市充满了高风险，因此损失管理就显得尤其重要。
2. “重大亏损法则”是指随着亏损程度加大，要收复失地会变得加倍的困难。该法则显示了避免出现大的亏损的重要性。
3. 围绕经济周期的正常起伏进行的战术资产配置对降低投资风险、提高回报率有着重要的作用。
4. 风险管理的其他层面包括强调证券的质量，注重价值投资以及通过利息和股息来增加投资组合总的回报率。
5. 本章所讨论的风险管理策略将有助于减少投资组合在不利市场环境中下跌的幅度，让保守的投资者能顺利度过第二个失去的十年。

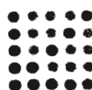


史密斯夫妇的疑问

问：你如何看待那些简单但又很重要的“损失管理”技术，比如分散投资和止损交易指令？

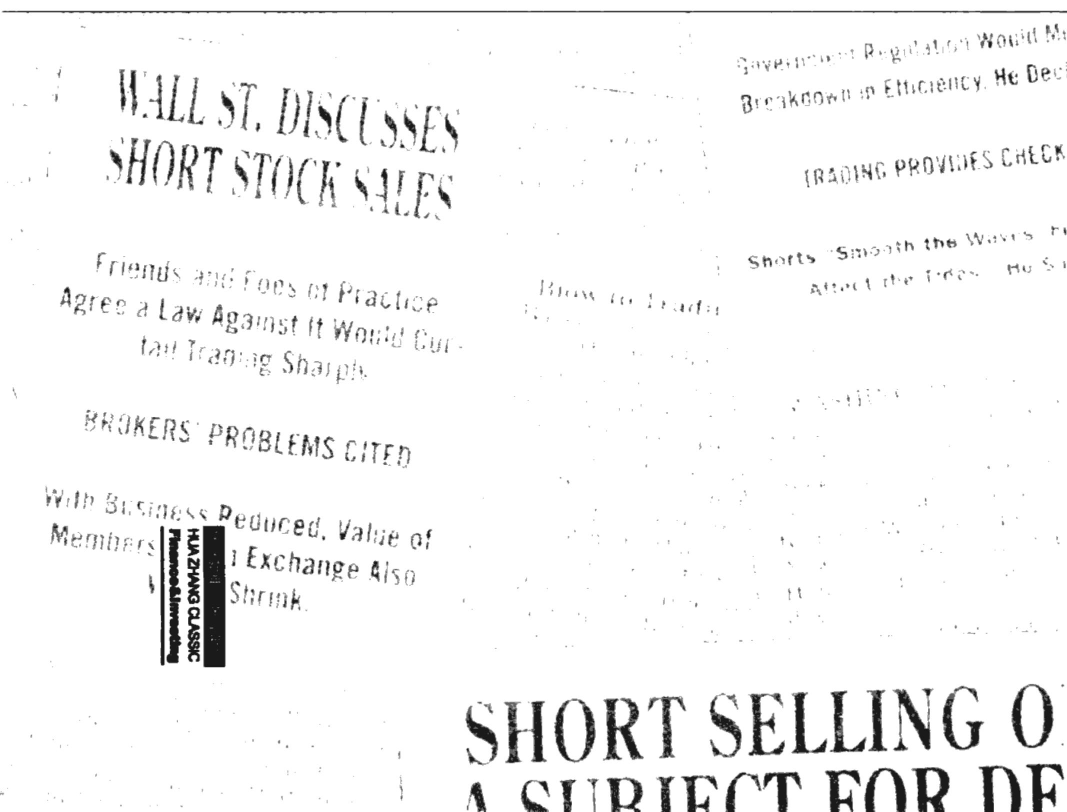
答：这个问题很重要，涉及投资组合管理策略的另一个主题。我们可以就投资策略的要素，或者专业人士所说的交易策略另写一本书，讨论交易策略中要考虑的一些因素，比如分散投资、资产间的不相关性、交易指令设置或跟踪一个交易、止损交易指令或中止交易，以及行业调整和仓位配置等。制定一个深思熟虑的交易策略对于长期投资的成功非常重要，但这超过了本书准备讨论的范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 11 章
Chapter 11

自己动手还是交给投资经理



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于史密斯夫妇来说，随着长期性熊市的持续，管理自己的投资组合成为一项越来越繁重的工作，这和市场刚进入 2000 年时的情况形成了鲜明的对照。他们还深情地记得 20 世纪 90 年代的后期，那时股票市场在经历了长达 18 年的长期牛市后，达到繁荣的顶峰。他们持有的共同基金的单位净值稳步上升，完全不需要他们操心。在此牛市达到巅峰状态的时候，大量自己操作的短线交易者涌入市场，将在线交易的狂热推到一个新的高度。他们觉得自己似乎能够毫不费力地就挑选出黑马来（实际上当时任何和高科技有关联的股票都在狂涨），这群新入市的投资者认为每年获得 20% 甚至更高的复合收益率是一件容易的事情。

的确，不少人放弃了他们从事的前途远大的职业，投身于股票市场的交易，特别是高科技和电信行业的股票交易。他们自己操盘交易，赚钱如此容易，同时也如此有趣，他们为什么要让其他人来管理自己的投资组合，而且还要支付费用？但是，他们暂时取得的投资成功不过验证了一句老话："不要把牛市带来的好运和投资能力相混淆。"在十多年后，其间经历了纳斯达克 2000～2003 年 80% 以上的大跌和 2008～2009 年整体股票市场 60% 以上的大跌，想亲自操盘的投资心理已发生了 180 度的转变。史密斯夫妇从来就没有成为过那些激进投资者中的一员，保守和逐步增长的投资方法更适合他们的性格。但是，现在他们认识到在过去十年中奉行的被动的买入并持有的投资策略带来的收益并不理想，不确定性也大。因此，史密斯夫妇也在寻求专业指导。他们会问："在这个动荡的市场环境中，我们应该如何管理自己的投资组合？"近年来，管理投资组合对个人来说并不是一件容易的事，也谈不上有多少乐趣。

当长期性趋势改变的时候，个人投资者的态度也会随之改变。在 20 世纪 20 年代末期、60 年代末期以及 90 年代末期，当长期性牛市走到顶点，然后为新的长期性熊市所代替时，投资者的行为并没有什么大的不同。当这些长期性牛市达到顶点时，投资者都在疯狂地买入。有人争辩说从来没有遇到过像今天这样的情况，我们不同意这种说法。这种长期性趋势的转折的确不经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常发生，但一旦出现了，一般投资者都没有做好准备。很容易理解为什么会是这样。当投资者刚学会在长期性牛市中赚钱的法则（只需要买入并持有）的时候，游戏的规则就变了，这是多么的不幸。就在大多数市场参与者感觉投资是一件非常容易的事情的时候，残酷的现实就开始了。投资者还在奉行在长期性牛市中非常管用的方法，但是在新的熊市环境中，他们必须改变策略。投资者需要一些时间才能意识到这是一场新的游戏，随后才会去了解想当赢家的新规则。

保护你自己不受自己的伤害

这些年来大量的研究表明一支共同基金的回报和投资者购买该基金获得的平均回报是有差异的。按照一支基金设立时的原始单位净值计算，该基金可能有着很好的长期收益率表现。不幸的是，投资者在一支基金表现出色相当一段时间后才会意识到这只基金的存在。这样的基金在获得知名度的时候才吸引到大部分的投资流入。因此，投资在该基金的资金的平均回报会显著不同于（常常是低于）最初申购该资金的原始投入。这个区别比较微妙，但很重要。有不少投资者是购买了有着良好历史业绩、评级很高的基金，但在几年后发觉回报并不理想。

很多投资者追逐历史业绩，投资于表现良好的基金。但这对于追捧该基金的风格、管理者、行业或资产类别来说，往往都太晚了。的确，我们甚至可以说投资者犯的最大错误就是当他们对某个资产感觉“好”的时候，就进行投资。如果发现某个基金具有良好的历史业绩，就随着该基金的知名度上升，加入到追逐者的队伍中去。投资者为什么不该对这样的资产有好感？该资产不断地被媒体以赞赏的口吻提到，每个人都在买入，有关消息面都是好的，而且连第三方的研究机构或市场简讯都给以该资产很高的评价。从众的投资行为让投资者很安心，因为这让投资者觉得自己的决策得到大众观点的支持，很容易为自己的行为辩解。无论如何，如果其他人都在推荐，就应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会错。这种从众的投资有时也有效，或在短时期内有效，但常常这种人人都追逐的投资对象在达到其人气的顶峰后不久就会让大多数人失望。一只基金的资产规模达到顶峰后，该基金的业绩就会开始在相当长的一段时期内不尽如人意。被大肆吹嘘的富达麦哲伦基金在2000年时的情况就是如此（当时任何其他受追捧的股票基金也是如此，只不过麦哲伦基金恰巧是最大的）。在随后的10年，该基金的业绩再也不能继续此前10年或20年辉煌，让投资者大失所望。大量的资金在20世纪90年代流入该基金，特别是在其价格接近顶峰的时候。

上面的例子有助于解释为什么基金的平均收益常常不同于投资者从该基金中获得的平均收益。因为大部分的资金是在一只基金的收益率达到顶峰的附近时涌进来的，因此大部分投资者在随后的3年、5年和10年后对该基金的回报大失所望。我们这里不是要诋毁基金经理，他们非常清楚自己管理的基金的历史业绩决定了资金是流入还是流出基金，因此，他们十分专注于提高基金的业绩。我们想说的是，很多投资者需要保护自己，不受自己的伤害。投资者多半倾向于让情绪主宰自己的投资决策，并追逐历史业绩好的投资对象。在这种情况下，主宰投资者的情绪是贪婪，或者是想找到“最好”的基金或是有着“最好历史业绩”的“最好”的基金经理。为此，投资者购买的基金多半是在其有了突出表现一段时间之后，且有大量的追随者推荐。

购买一只历史业绩不佳，虽然感觉有投资价值，但不太被人看好的基金和购买一只评级很高的基金时心安理得的感觉会不一样。要做出和大多数人不同的选择，在某个潜在的黑马被众人识别并追捧之前就出手购买，需要极大的勇气。毫无疑问，投资是一个非常情绪化的过程，投资者需要意识到自己的长处和弱点。投资者必须评估自己的情绪是否对投资决策有不利的影响，正如达尔巴公司的研究报告所指出的那样，大多数投资者都是在高买低卖。此外，投资者必须问自己：“我是否愿意支付成为一个好的决策者所必需的‘学费’？”另一个要问的问题是：“我是否愿意每天都花时间来处理这个相当于全职工作的事情？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和其他很多投资者一样，史密斯夫妇必须考虑他们是否有足够的时间、知识、经验以及可能是最重要的因素——良好的心态来自己管理投资并取得成功。史密斯夫妇经过仔细的考虑后认为，他们应该将管理投资的日常工作交给别人做，这样他们就可以更好地享受退休生活，内心也更平静。他们下一步要做的就是雇用一个投资理念符合他们需求的职业投资经理。这样，史密斯夫妇的责任就从每天的投资决策转变为定期对投资经理的投资进行检查，保证后者是在执行既定的投资目标，并监督其投资表现。那么，史密斯夫妇在选择职业投资经理人时应该考虑一些什么问题呢？

寻找适合你的职业投资经理

当你选择一个职业投资经理来管理你的投资组合时，你需要做的最重要的事就是向对方清楚地解释你的投资目标，并尽你所能说明你容忍风险的能力。说明你过去的投资经验，无论是好的还是坏的，对帮助投资经理理解你的情况和心态也很重要。你过去的投资是以成功为主还是失望为主？为什么你的投资收益会是正的或是负的？你账户的余额是多少？储蓄目标是什么？退休目标是什么？期望获得多高的投资收益率？基于你的信念和现实环境，你的长期投资目标是否现实？和职业投资经理进行交流可以从讨论你的风险容忍度开始。双方认可的风险容忍水平决定了投资期望回报率的高低。一旦你的风险容忍水平得到确认，就可以从历史数据计算出与此风险相匹配的投资回报。现在，你和投资经理可以判断投资经理所在公司的投资理念和历史收益的情况是否与你的目标和风险容忍度相符合。换句话说，投资经理是否有可能实现你的收益目标，同时将风险控制在你能接受的范围内。

投资者下一步要做的是充分理解投资经理的投资理念和决策过程。要问自己一些有意义的问题：这个投资经理是否能清楚地阐释其投资策略？他奉行这种策略有多长时间了？你觉得这种投资策略有道理吗？该投资经理在周期性的熊市中准备如何保护你的投资组合的价值？具体地说，该投资经理在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000～2011 年出现的两次跌幅超过 50% 的股市下跌中表现如何？该投资经理的业绩是否用全球投资绩效标准（GIPS）进行计算，该标准是用于衡量投资管理绩效的金融行业标准，也可以用于对投资经理的业绩进行比较。该投资经理如何与客户沟通？该投资经理多久为客户提供一次信息，是什么样的信息？投资经理的表现是否具有一致性和持续性？该投资经理过去的良好业绩会不会仅仅是因为运气比较好？该投资组合管理团队依照其所阐述的投资理念进行了多长时间的资产管理？

怎样做一个好的客户

职业投资经理对客户及其投资组合负有责任，但客户对投资经理同样也负有责任。如果你认为你的投资目标是和投资经理的理念一致的，你就应该完全接受这种理念。如果你宣称认同投资经理的策略，并签订合同委托其所在的公司管理你的资产，但你又不完全接受该投资经理的决策，那么双方肯定会出现冲突。例如，假如投资经理采用的是保守的投资策略，并将保本作为投资组合管理的核心目标，这时如果风险较高的资产类别开始大幅上涨，那么投资经理过分注重安全的投资策略可能会让你感到非常沮丧。你可能看到某个行业的股票或世界某个市场的股票收益颇丰，并为你没能参与其中而深感失望。但你不能因为投资经理坚持多年来对公司和客户都行之有效的投资理念而怪罪于他。客户和投资经理之间的这类冲突就是麻烦的根源，客户只有完全认同投资公司的策略并始终如一，才有可能和投资公司保持良好的关系。

尽管投资经理并不愿意拒绝潜在的客户，但如果你的理念和风险容忍水平和投资经理不太相容，那么不论为了他们自己还是你的长期利益，投资经理都应该告诉你去另找一家公司。一个不高兴的客户迟早会离去的，同时糟糕的客户关系会耗尽投资经理的精力和时间，使他们无法专注于市场和其他客户。同理，如果你发现投资经理的业绩没有达到你的期望值，或没有向你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清楚地说明他正把投资组合带往哪个方向，那么你最好重新找一个更符合你的要求的投资经理。

假设你最终找到了一个很适合你的投资管理公司，要和该公司建立起一种正面的长期性关系还有一些其他重要的因素需要考虑。其中关键的一点就是和投资经理保持顺畅的沟通，以及处理好当市场起伏时自己情绪的变化。当投资经理和一个新客户建立关系的时候，他面临的挑战不仅仅是如何平衡风险和收益，还有为客户带来稳定的收益。客户也需要承担自己的责任，即不要让他们恐惧和贪婪的情绪干扰投资经理的决策。

客户之所以将资产交给职业经理人管理，是因为他自己没有成功地管理投资所需的时间、技能、经验或心态。职业投资经理的投资策略往往会和大众的选择相反，在出坏消息的时候买入，出好消息的时候卖出。如果客户没有广泛的市场经验或对市场关系缺乏理解，他就很有可能对投资经理的操作产生对立情绪。当价格下跌时，消息面无一例外是负面的。请记住股票市场的底部就是投资者最绝望的时候。因此，很自然，如果此时投资经理即使在很低的价位买入一些股票后，客户也会打电话进行质问。同样，在接近市场顶部的另一个极端，投资经理可能会卖掉一些股票获利了结，锁定利润，但客户可能会猜疑投资经理为什么会在消息面一片大好时卖掉股票。而股票市场的顶部的定义正是投资者的乐观情绪达到顶点的时候——这是卖出的最佳时机。因此，客户最好不要干预投资经理的决策过程，否则只会伤害到自己的利益。实际上，成功的投资经理会观测投资者的心理，从投资者恐惧和贪婪的情绪引发的价格极端变化中获利。一个投资者的情绪危机就是另一个投资者的低风险机会。

在你严格审查了投资经理的投资方法和业绩等，并决定让他来管理你的投资后，对你和你的投资经理来说，最好的做法就是放手让投资经理去完成他的工作。一定要避免对投资经理没有必要的干扰。显然，这并不意味着你不能或不应该定期评估他的业绩，但你的确需要暂且相信他，在你做出最终的判断前，给他足够的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果经过 2 年以后，投资管理公司没有给你一个满意的结果，你可能就需要重新评估你们之间的关系。有可能预定的投资策略并没有大问题，但在过去 2 年的回报就是没能跑赢大盘，即使是最好的投资方法也会出现这种结果，现实就是如此。只要没有出现投资风格漂移（投资策略明显地发生变化），业绩不佳应该是短暂的现象。客户在和投资公司签订合同之前应该做的一件事是了解投资经理的历史投资业绩，并着重研究市场情况最糟糕的时候该投资经理的表现。比较而言，该投资经理的表现如何？该投资经理表现不佳时，业绩有多差？这种业绩表现不好的时候持续了多长时间，业绩恢复到正常用了多少时间？好的投资经理能够在经历了短暂的业绩低谷后，在合理的时间期限内成功地将投资组合的价值推向一个新高。这类信息对新的客户非常有价值，因为这有助于他们顺利地度过随后不可避免会出现的困难时期。



要点

1. 长期性熊市对投资者来说是个很大的挑战，奉行简单的买入并持有策略的结果往往是令人沮丧的。
2. 个人投资者需要意识到他们的情绪会干扰投资组合的管理——换句话说，投资者情绪对投资组合的表现有着重要的影响。
3. 如果你对自己的能力没有信心，聘用职业投资经理是一个可行的解决方案。
4. 你对投资经理的不必要干扰越少，投资经理的业绩就有可能越好。
5. 通过和投资经理沟通，获悉必要的信息，你是有可能找到符合你的投资要求的投资经理。



史密斯夫妇的疑问

问：在选用投资经理时，应该问哪些问题？

答：以下这些问题都有助于你了解投资经理是否适合你：

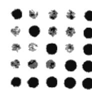
1. 你的投资策略是什么？（该策略是否容易理解？你觉得有没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道理?)

2. 你采用该策略进行资产管理有多长时间了?（该投资经理是否坚持采用该策略，或仅仅是最近才开始采用?该管理团队有多少经验?)
3. 你的业绩如何——回报率有多高，风险多大?（是否有记录在案的历史业绩?如何量化风险?投资的回报率和基准回报率比较，在1年、3年、5年和10年的期间内，是否有稳定的表现?)
4. 在市场不好的时候，管理的投资组合最多下跌了多少?（此后投资组合的价值重新创出新高用了多长时间?)
5. 你是否随时会向客户通报投资的情况，为什么?（投资经理在业绩下滑、情况不太好的时候是否愿意和客户沟通交流?)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后 记
Postscript

结论和资源

总结

通过虚构的一对退休夫妇——史密斯夫妇，我们和读者一起分析了股票、债券和大宗商品市场的长期前景。史密斯夫妇在退休前通过成本平均策略和“买入并持有”策略进行投资，成功地积蓄了一笔财富。始于20世纪80年代初的股票和债券的长期性牛市使他们的投资顺风顺水，连续多年的回报率都远高于市场的历史平均水平。但是，当2000年史密斯夫妇退休时，出现了两个变化。首先，退休后的史密斯夫妇从财富积累阶段转入财富消耗阶段，开始从他们的积蓄中支出现金来补贴生活费用。其次，股票市场的长期性牛市结束，开始了迄今已长达10年的长期性熊市。静态的买入并持有的策略已不再有效，尽管我们可能用了10年时间才意识到这一点。股票市场持续数年的低迷加上定期支出的生活费用给他们的退休积蓄带来了沉重的压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在本书中表达的主要观点是：从历史上来看，失去的十年会一个接着另一个，形成大约长达20年的长期性熊市。目前的情况也是如此。史密斯夫妇能否延续他们的被动投资策略，并依靠由此获得的收益来满足他们退休生活的需求？或者是还有另外的策略可以选择，让他们能够有机会一搏，争取在未来不利的投资环境下生存下来。

基于对历史的分析，本书详细讨论了为什么我们会认为股票市场还会经历另一个失去的十年。不仅如此，我们还告诫读者债券市场可能也面临一个长期性的熊市，债券收益率会由低走高。债券投资者已经有30多年没有经历过不利的投资环境了。有多少人对这种变化有所准备？想象一下在股票和债券都处于长期性熊市的市场环境中维持财富增长的挑战性。在下一个十年中，如果通货膨胀如我们所预料的那样，成为一个困扰投资者的主要问题，那么会让退休者和他们的投资组合所处的困境雪上加霜。

我们认为，解决上述问题的途径在于仔细研究经济周期周而复始的特征，并制定相应的投资策略。在长期性熊市环境中，周期性的起伏会更频繁，因此，在长期性熊市中生存并壮大的关键是运用动态资产配置方法。股票、债券和大宗商品市场随着经济周期的起伏呈现出有次序的变化规律，这对指导保守型的投资组合应对市场不可避免的起伏具有重要的价值。这种方法让投资者能够对市场的变化有所准备，并在投资策略上做出相应的调整，当激进的时候就激进，当保守的时候就保守。这种方法不会只流行一时，因为这种方法所基于的经济周期已经周而复始地重复了150多年了。关注经济和市场起伏的节奏对投资者有着重大的意义，理解并采用这种方法的投资者能获得更高的回报，承担更低的风险。

随着股票市场的长期性熊市步入第二个十年，投资者面临着巨大的挑战。我们的目标就是帮助投资者看清大势，并懂得如何在一个长期性熊市中成功地进行投资。在仍将持续的漫漫熊市中，股票最终会被投资者低估、抛售和不信任，而这也正是长期性熊市结束时的市场特征。我们希望你的资产在熊市的尽头时仍安然无恙，只待在随之而来的长期性牛市中强劲增值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你不是注定会成为长期性熊市的牺牲品，但为此你需要改变自己的思路，将防御性的措施融入你的投资策略中，而不是奉行在长期性牛市中“买入并持有”的简单策略。关注经济周期的每个阶段对你制定有效的投资策略具有重要的意义。简单的买入并持有或“买入并祈祷”的策略在长期性熊市中是会赔钱的。积极的资产配置策略和随着经济周期起伏而进行的行业配置调整能给你带来更高的回报，同时降低投资的风险。

我们真心希望能帮助读者更好地理解经济和金融市场长期性趋势的特征，从而使他们能够更好地保护自己来之不易的资产，获得满意的投资回报。记住，华尔街是想将你和你的资金分开，而本书所表达的思想是将你和华尔街分开。

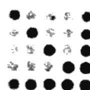
我们真心地希望史密斯夫妇和我们的读者能够好运连连，获得满意的投资回报。

额外的资源

本书最主要的目的是帮助你更好地理解下一个十年我们将面临的投资环境。掌握了这方面的知识以及本书所描述的多种工具，我们相信你将能很好地面对未来的挑战。请记住随时访问我们的网站 www. mhprofessional. com/mediacenter，该网站提供了对市场长期性趋势和经济周期前景分析的视频讲解资料以及相关的彩色图表。本书的作者和普林格-特纳资本集团将继续提供最新的研究成果并发布相关的资料，为投资者提供投资指导。我们欢迎读者访问网站 www. pringturner. com，免费获取我们最新的研究成果，并到 http：//pringturner. com/blog/访问我们的博客，该博客将定期更新我们对市场前景的看法。

本书致力于对市场的长期性前景进行简要清晰的分析，并同时介绍了基于经济周期的投资组合管理技术。如果你想对这些领域进行更深入的了解，我们建议你可以阅读马丁·普林格此前出版的两本书：《全季节投资者》和《积极资产配置——投资者指南》。同时，马丁·普林格著名的《技术分析》一书则对于技术分析进行了全面介绍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附 录 A

Appendix A

股票市场长期趋势转折点处的其他信号

在本节附录中，我们将继续讨论第 3 章的问题，介绍更多的概念，帮助你识别股票市场长期趋势的转折点。有了这些概念，我们就有可能更好地描绘出股票市场中重要转折点的市场状况。我们手头拿到的拼图板越多，我们识别出当下长期性熊市的终点的可能性就越大。我们首先讨论两个公司估值的指标，如我们在第 3 章所提到的，这些指标可以看作投资者情绪的反映。

股息率的倒数

股息是投资者从所持有的股票上获得的实际收益，因此，股息率和市盈率一样也反映了市场参与者的乐观程度或悲观程度。如果股息率低，这表明投资者对股价上涨有信心。为什么呢？因为一只股票总的回报是由目前的收益（如股息）加上资本利得（股价上涨）构成的，如果预期未来股价会上涨，那么投资者就会愿意接受当前较低的股息收益。另一方面，当市场处于低谷时，股价已经历了较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长时间的下跌，股息率一般就会很高。这是因为投资者在目睹了股市的下跌后，认为这个趋势还会继续，因此需要以更高的股息率来补偿他们认为增加了的风险。总之，如果投资者认为股价会暴涨，那么他们就会不在意是否有股息。

在长期性趋势的底部，股息率比较高的另一个原因是联邦政府为了让处于通货膨胀中的经济冷却下来，会提高利率，而高利率又会使得股票市场走弱。为了和收益率较高的债券相竞争，股票的回报率也需要上涨。因为收益率和价格呈反向的关系，所以图 A-1 中采用的是收益率的倒数。

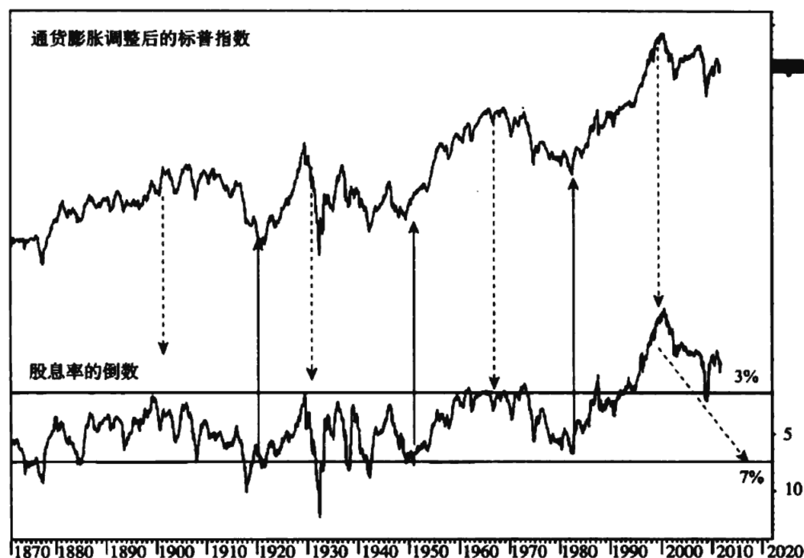


图 A-1 通货膨胀调整后的美国股票价格和标普成分股股息收益率的倒数

注：下面的图表显示了股息收益率如何从位置较低的那根水平线的 7% 的水平波动到位置较高的那根水平线的 3% 的水平，前者是市场处于低谷时的买入区域，后者则是投资者情绪非常乐观的区域。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

股息率的长期波动趋势不像第 3 章中讨论过的市盈率那样明显，但在转折点处也会显示出市场处于估值的极端状态。当投资者对前景感到乐观时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们会愿意接受低至2% ~3%的股息率。但是在长期性熊市的底部，他们要求的股息率就高得多，达到6% ~7%的水平。在2012年年初，股票市场的股息率约为2%多一点，显然离长期性熊市底部6% ~7%的水平还差得远。

尽管在每个长期性熊市的底部，股息率的水平都很高，但高水平的股息率并不是识别长期性熊市底部的充分条件。例如，在19世纪70年代中期，股息率的倒数处于一个很低的水平，但接着反弹走高，随后又回落到一个比先前更低的水平，20世纪的头十年和30年代也出现过类似的情况。

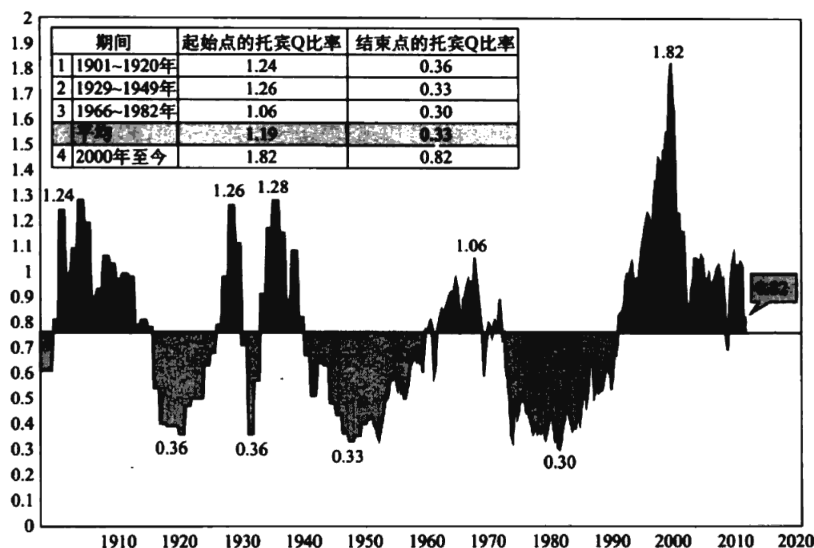
然而，我们可以说只有股息率从上一个牛市顶点时极端低的水平上升到6% ~7%的水平时，下一个长期性牛市才会开始。因此，如果2000 ~20××年的长期性熊市是在2009年3月结束的，那么当时股息率更接近于长期性牛市顶部的水平，而非长期性熊市底部的水平，所以这个假设成立的可能性不大。更有可能的是，股票市场还会经历另一个十年的低迷，然后随着股息率的慢慢提高，我们最终将越来越接近长期性熊市的底部以及新的长期性牛市开始所需要的估值水平。

托宾Q比率

衡量上市公司价值的另一个指标是由耶鲁大学经济学教授、诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·托宾（James Tobin）提出的——因此被称为托宾Q比率，其计算方法是用上市公司的股票总市值除以该公司的重置成本。托宾Q比率大于1表示该公司的股票价格高于重置成本，而该值小于1则表明从理论上来说，我们可以从市场上以低于重置成本的价格买入该公司。如果一个公司的托宾Q比率小于1，这意味着从股票市场上收购该公司比重建一个同样的公司更便宜。图A-2有关托宾Q比率的历史数据有助于我们更好地理解上市公司的价值、市场的风险水平以及如何更好地评估股票市场长期的潜在回报。

当托宾Q比率下降到低于0.4的低水平时，换句话说，股票的价格仅为上市公司重置成本的40%时，长期性熊市一般也就到了底部。2011年年底，托宾Q比率为0.82，远高于长期性熊市底部时的平均水平0.32。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



	期间	起始点的托宾Q比率	结束点的托宾Q比率
1	1901~1920年	1.24	0.36
2	1929~1949年	1.26	0.33
3	1966~1982年	1.06	0.30
	平均	1.19	0.33
4	2000年至今	1.82	0.82

图 A-2 托宾 Q 比率（1900～2011 年）

注：托宾 Q 比率衡量了上市公司的重置价值，上市公司的市场价值在长期性牛市的顶部时一般会远高于重置成本，而在长期性熊市的底部时仅有重置成本的 30%～40%。

资料来源：The Manual of Ideas; Federal Reserve Statistical Release December 8, 2011; Z. 1 Flow of Funds Accounts of the United States.

股票市场对货币供给的反应

图 A-3 将股票的真实价格与标普指数和货币供给 M2 之间的比率进行了比较，为我们理解股票的长期性趋势提供了另一个视角。该指标比其他指标都更清楚地显示了周期性趋势如何围绕长期性趋势起伏波动。这个指标背后的逻辑是货币供给的增加在某种程度上反映了经济活动的改善，反之亦然。

当标普指数/M2 比率处于下降状态时，说明注入市场的流动性没有对股票市场（标普 500 指数）产生实质性的正面影响。当该比率开始上升时，就发出了一个新的周期性牛市来临的信号，如果该比率的上升是在股票市场经历了长期下跌之后，那么，这是一个长期性牛市来临的信号。该比率处于下降状态时，说明市场认为注入经济中的流动性不足以维持其健康运行。在现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

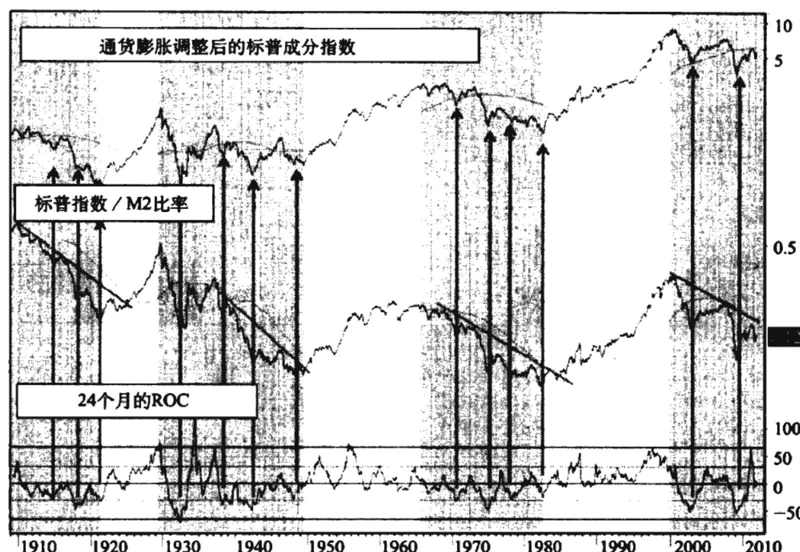


图 A-3 CPI 调整后的股票价格和股指/货币供给比率

注：图中阴影部分为长期性熊市。箭头显示了长期性熊市中超卖状况下出现的周期性反转。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

实中，从货币扩张政策开始到经济对此做出反应有一段长短不一的时滞，M2和股票市场的关系也是如此。这就是为什么我们希望通过观察标普指数/M2比率变化的方向来判断新的货币供给何时能够产生效果，这也是为什么该比率变化方向反转时和通货膨胀调整后的股票价格发生重大转折时比较接近。

请注意，1929 年后，该比率的第一个底部出现在 1949 年，比 1932 年的股票价格绝对低点晚了很多年（见图 2-3），甚至也晚于图 A-3 上部 CPI 调整后的股指低点。在随后的长期性熊市中，情况也是如此，股票绝对价格的实际底部形成于 1974 年，但标普指数/M2 比率的下跌一直持续到 1982 年。通货膨胀调整后的股票市场指数系列也是在 1982 年才见底。

图 A-3 中的阴影区域显示了自 1910 年以来股票市场的长期性熊市。从历史数据来看，这些熊市结束时会发出两个及时和可靠的信号，标普指数/M2比率上穿其 96 个月的移动平均线以及股价指数背离当时的长期性下跌趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

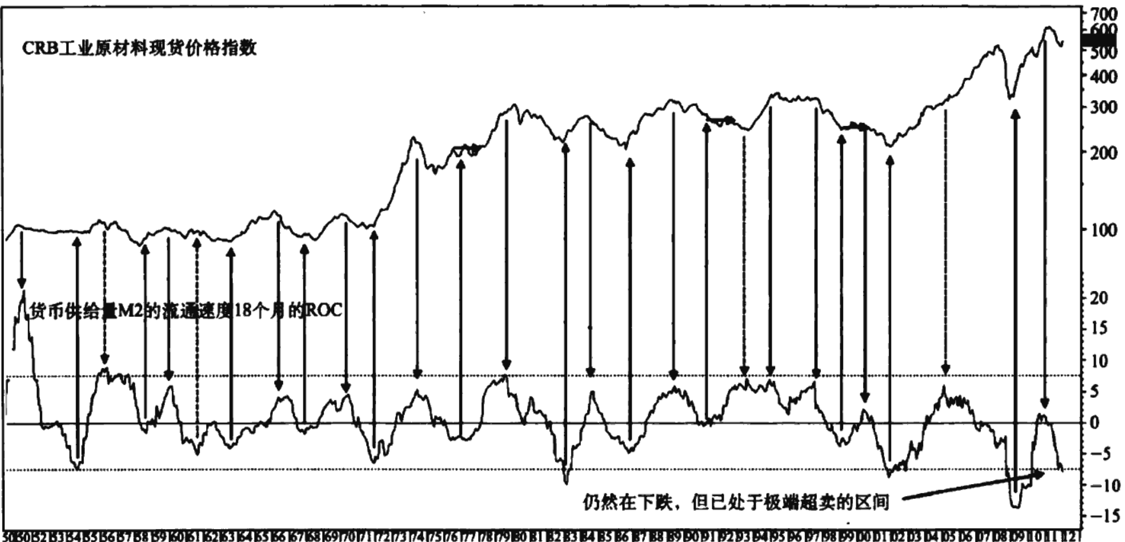
线。图中的虚线为移动平均线。96 个月包含了 8 年或 2 个经济周期的数据。如果股票价格的移动平均线表现出一个长期性的走势，股票价格上穿其长期移动平均线也是一个长期性牛市即将来临的及时信号。当然，我们并不能据此精确地预测市场的转折点，但是，由于我们试图识别的是一个长达 18 ~ 20 年的长期性趋势的反转，因此一两年的误差并不重要。

股票市场自 2000 年以来进入了第 4 个长期性的下跌趋势，在 2012 年年初，股价走势和 96 个月的移动平均线出现了交叉。支撑点的会合是识别下一个长期下跌趋势的反转是否就要到来的重要指标。另外有助于我们识别长期趋势反转的两个指标是通货膨胀调整后的标普指数的长期下跌趋势线和该趋势线 180 个月或 15 年的移动平均值。

从主趋势的角度来看，图中的箭头显示了在长期性熊市中，大多数由经济周期引发的底部是在标普指数/M2 比率从虚线所示的超卖线附近或以下反转时出现的。在 2012 年年初，该比率距离其发出正面信号的位置，明显还有一段距离。但是，需要注意的是，尽管长期性熊市中绝大部分的周期性牛市到来时都会发出这种信号，也有一些例外。

2010 年前后，经济中的流动性大增，注意到这一点固然很重要，但我们也需要意识到流动性被用于何处。例如，货币供给增加了，但人们将新增的钱放在银行里或自己家里的床垫下，就起不到刺激经济的效果。另一方面，如果人们将这些新增的钱用于消费，但经济的产出并没有同比例的增加，那么物价就会上涨。图 A-4 就说明了这个问题，该图显示了货币供给量 M2 流通速度 18 个月的 ROC。观察此图，你可以看到该序列的波峰和谷底与 CRB 工业原材料现货价格指数表现出很强的同步性，图中的虚线箭头标示了当两者未能同步时的情况。如果货币供给增加的效果被货币流通速度（定义为 GDP/M2）下降所抵消，振荡指标就会下跌，反之则上升。在 2012 年年末，振荡指标已处于很低的位置，但仍在继续下跌，只要这个趋势持续，我们就不用担心通货膨胀。但是，当振荡指标重新掉头向上，就意味着 M2 的流通速度加快，如果没有其他指标发出相反的信号的话，那么商品价格可能会重新恢复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图A-4 CRB工业原材料现货价格指数和货币流通速度

注：本图显示了基于经济周期的商品价格变化与货币供给量M2的动量之间的关系。2012年2月后一个指标很低，意味着2012年年末或2013年年初可能出现反转。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期的上升趋势。

不稳定的商品价格趋势

在第 3 章中，我们指出商品价格的长期趋势对 CPI 调整后的股票价格趋势具有重大的影响。温和上升、平缓或下跌的商品价格为股票市场的繁荣提供了一个有益的环境。但是，如果商品价格的变化趋势长期不稳定，那么通货膨胀调整后的股票价格多半会下跌，或者也可能造成股票名义价格的长期盘整。

在本书前面的章节中我们指出 2001 年以来的商品长期牛市可能还会持续下去，主要是因为到 2011 年年底，本次牛市的持续长度还远低于历史的平均长度。从通货膨胀的角度来看，央行在经济遇到一点点问题的时候就会寻求实施货币扩张政策，这意味着大宗商品价格的波动一般是向上的。但是，也有时候股票市场长期性熊市的某个特定阶段是由大宗商品价格向下不稳定的波动引发的。

如果我们对大宗商品市场的长期牛市还会持续的预期是错的呢？如果高悬的政府债务抑制了经济增长并抵消了货币增发的影响，最终出现类似 1929 ~ 1932 年间通货紧缩的结果呢？我们怎么知道最终会出现什么样的结果？图A-5和图 A-6 对此进行了分析。

图 A-5 将股票实际价格的变化和大宗商品价格的振荡指标进行了比较，从图中我们可以看出，大宗商品价格上下快速波动对股票市场是一个熊市信号。

大宗商品价格的振荡指标显示了大宗商品价格指数每月的价格偏离其 18 个月移动平均值的程度，对股票价格而言，这更多地是一个基于经济周期波动的指标，而非一个长期性指标。较高的指标值说明大宗商品价格指数高于其 18 个月移动平均值，反之亦然。这种关系显示了**在极端超卖的状况下，大宗商品价格动量出现的大幅反弹对股票市场实际上是一个利好**，因为这说明经济从很深的衰退中开始恢复。除此之外，大宗商品价格不寻常的大幅波动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会对股票市场会产生负面影响。图中阴影部分标示的是大宗商品价格动量指标波动最大的期间，这些也是过去 100 年中股票市场最差的时候。在图中箭头所在的位置处，大宗商品价格动量指标接近或触到 -10% 的水平然后又向上反转。从图中可以看到这些位置常常对应着熊市的底部或是像 1998 年那样的短暂但是大幅的下跌。如果你以前不太理解大宗商品价格的不稳定会对股票市场产生不利影响，图 A-5 应该能让你明白这一点。

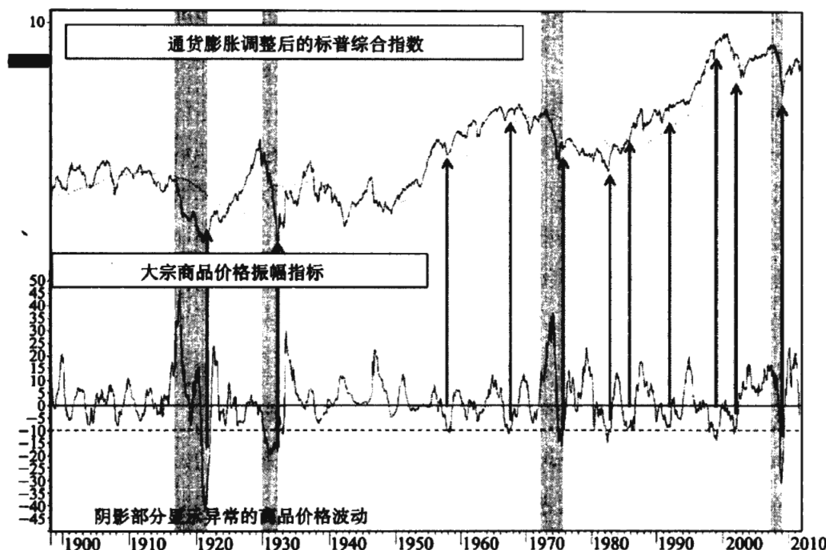


图 A-5 实际股票价格和大宗商品价格动量

注：大宗商品价格的上下剧烈波动常常会造成股票市场价格的大幅下降。图中箭头显示了大宗商品价格振荡指标从超卖状态反转时是股票市场买入的好时机。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

量化危险的商品价格波动

我们在前面指出了实际股票价格下跌和商品价格的不稳定性之间存在着某种关联。然而，我们还缺乏一种精确的方法来识别经济周期起伏过程中对股票市场起到正面和负面作用的商品价格环境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 A-6 中的浅色线条部分显示了以通货膨胀调整后的股价衡量的周期性股票熊市，这些熊市时期是由我们随后描述的大宗商品价格不稳定性的模型决定的，了解这个模型有利于投资者随着经济周期的起伏进行资产配置的战术性调整。此外，该模型量化了大宗商品价格的不稳定性属于哪种类型，有助于我们更好地了解商品价格的变动是向上的波动还是向下的跌落。

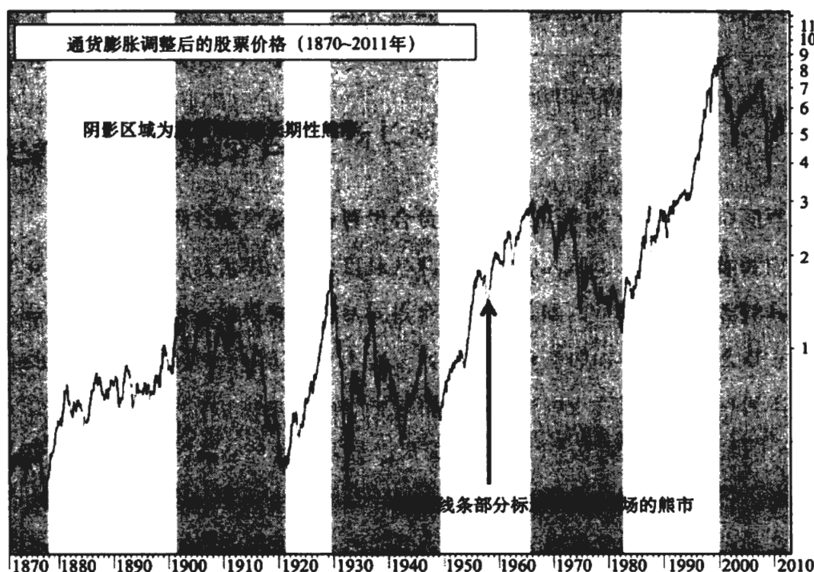


图 A-6　实际股票价格和股票/大宗商品模型

注：该模型能有效地识别股票市场周期性的熊市，这种熊市在长期性熊市期间尤其显著。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

我们的模型考虑了三方面的因素，它们是：

（1）商品价格向上波动时的危险时期；

（2）商品价格下跌带来的危险时期；

（3）衡量趋势的方式，用于确认股票价格对前两种情况中的环境是否做出了负面反应。

一旦上述两种危险情况之一被趋势指标确认，或是趋势指标本身就是负

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值，我们就可以认为股票市场风险较大，应该避免入市。同样的道理，如果趋势指标是正值，并且上述两种危险情况都不存在，那么我们就得到了可以放心投资股市的安全信号。

图 A-7 和图 A-8 显示了该模型在现实中的运用。图 A-7 的相关数据始于 1870 年，图 A-8 则侧重显示了比较近期的情况。和前面一样，图中浅色线条部分标示了利用我们的模型识别出的股票市场熊市。

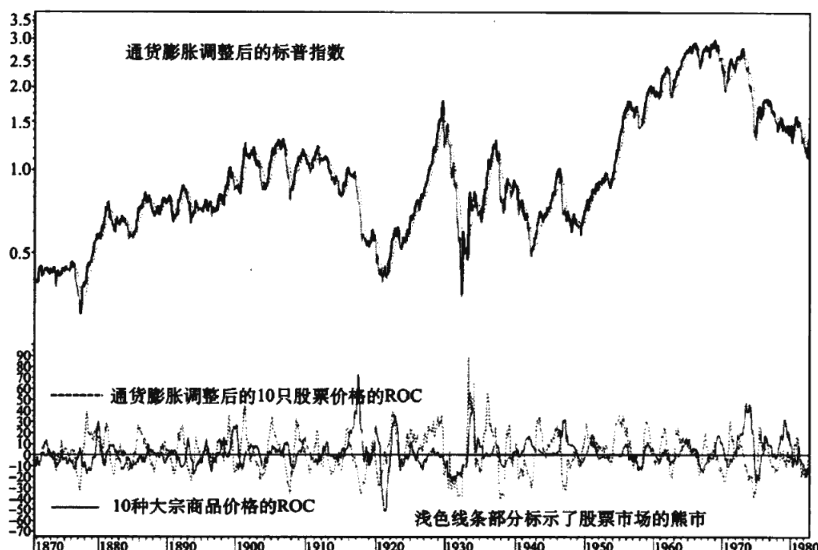


图 A-7 实际股票价格和股票/大宗商品模型（1870～1982 年）

资料来源：Pring Turner Capital Group.

在图 A-7 中，当我们随后描述的三个条件中出现了两种，市场就发出了通货膨胀调整后的股票价格走势的负面信号。第一个条件是，当通货膨胀调整后的股票价格和大宗商品价格 9 个月的 ROC（变化速度）都在零之下的时候，负的大宗商品价格的动量显示了经济处于虚弱状况，同时负的股票价格的变化速度证实了股票市场对虚弱的经济做出了反应。这种情况也说明了商品价格的向下波动足以对股票市场产生负面影响。如果不是这样，股票也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会同时出现负值的动量指标。

图 A-8 显示了第二个条件，在这种情况下，我们观察大宗商品价格向上的动量是否过度，从而可能伤害到股票市场。例如，我们知道大宗商品价格的温和上涨对股票市场是有利的，因为这反映了经济处于增长之中，但又没有过热。然而，当大宗商品价格加速上涨，并引发股票价格下跌时，这显示了股票市场对通货膨胀的压力做出负面的反应。股票价格是一个前瞻性的指标，因此，当股价不再随着商品价格的上涨而上涨的时候，这就意味着经济扩张就要结束，经济收缩即将到来。

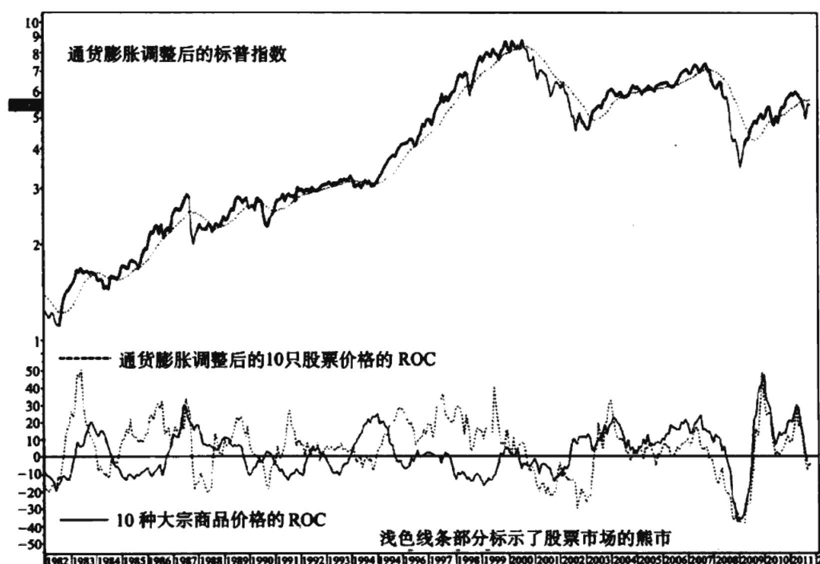


图 A-8 实际股票价格和股票/大宗商品模型（1982～2011 年）

资料来源：Pring Turner Capital Group.

在我们的模型中，我们从商品价格的 ROC 中减去通货膨胀调整后的股票价格的 ROC。当两者的差值超过某个特定水平时，就出现了商品价格不稳定的第二种情况。只有当两者的差值跌落到某个特定水平以下时，警报才解除。

最后一个条件是，通货膨胀调整后的股价走势必须证实上述前两个条件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发出的信号。换句话说，如果前两个条件中有一个发出熊市的信号，同时通货膨胀调整后的股价走势也在其 9 个月的移动平均线以下，那么熊市的信号就得以证实。

我们可以从两方面来运用这个模型。首先，图 A-6 中的阴影区域显示了自 19 世纪中期以来股票市场的长期性熊市。图中浅色线条部分则标示了根据我们的模型预测的熊市阶段，我们可以明显地看到虚线部分的下跌在大部分时候都是很严重的。从图 A-6 来看，好消息是我们的模型发出的信号预测了大多数的下跌。长期性牛市中也会出现一些比较大的下跌，但性质都不太严重。

我们的模型能对大多数的下跌趋势发出信号，但是由于这些下跌趋势有很多持续时间短暂，所以我们的模型在发出信号时有一点滞后。问题的实质在于，当市场处于长期性牛市时，即使出现下跌，投资者也能很快解套，所以当该模型发出卖出的信号时，并不需要过分关注。但是，在一个长期性熊市中，该模型发出的卖出信号显示了一个危险得多的市场前景，如果投资者对此加以忽略，后果可能就很严重了。

我们的模型也可以用于帮助投资者制定周期性的资产配置策略。总的来说，当该模型发出的是牛市信号时，可以加重股票在资产配置中的权重；当该模型发出的是熊市信号时，则应该适当减仓。

图 A-9 的上半部分显示了在该模型发出牛市信号时（实线时）满仓股票，发出熊市信号时（虚线时）完全空仓的投资回报。

假设初始投资金额为 1 000 美元，130 年后，使用上述策略的投资结果为 250 000 美元。我们假设空仓时资金储蓄的利息为 3%（实际平均利息为 4.4%），同时不考虑所涉及的 104 次交易的佣金。同期，买入并持有策略最后的收益为 125 000 美元，而且所面临的风险要大得多。当我们用 CPI 调整后的价格计算时，该策略的利润当然也就小得多，仅为 67 000 美元。但是，仍然远高于买入并持有策略的 13 000 美元，前者为后者的几乎 4 倍，而用名义价格计算时，前者仅为后者的 2 倍。之所以会有这样的差异，是因为在熊市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，采用上述投资策略的投资者主要以现金形式持有资产，通货膨胀调整后的损失要大得多。

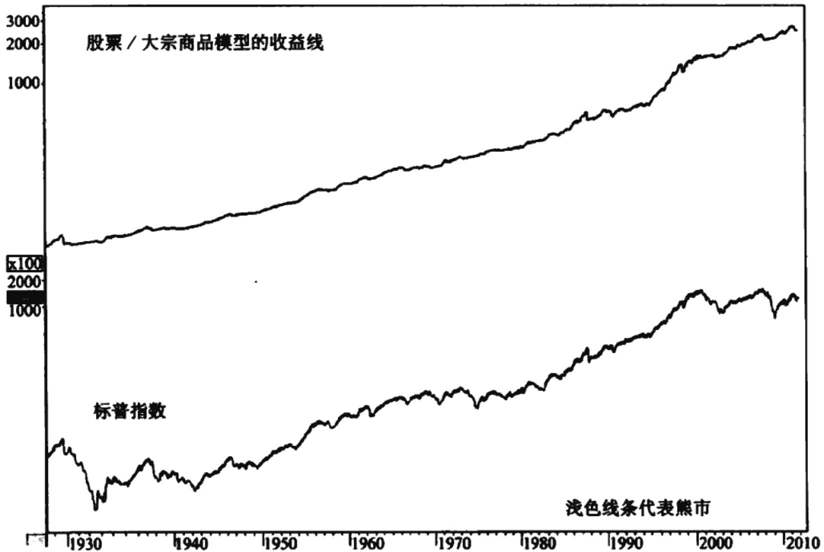
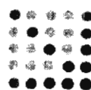


图 A-9 标普指数和股票/大宗商品模型的收益线

资料来源：Pring Turner Capital Group.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录B
Appendix B

大宗商品市场长期性牛市的补充材料

在第4章中，我们指出通货膨胀会慢慢地侵蚀投资组合的价值，以及当前大宗商品市场的长期性牛市很可能还会持续下去。在本附录中，我们讨论影响未来通货膨胀/通货紧缩前景的两个因素：目前基础货币前所未有的扩张带来的通货膨胀的压力以及高悬的政府债务和不断累积的债务总额带来的通货紧缩的压力。我们先来看看基础货币的迅速扩张。

基础货币的迅速扩张——火是否已经点着

基础货币是创造货币的原材料，它包括流通中的货币、美联储持有的会员银行的储备金以及库存现金。我们都知道当货币扩张的速度高于经济体中产品增加的速度时，物价就会上升，出现通货膨胀。通货膨胀的程度取决于货币流通速度的变化。当银行创造贷款时，会起到增加货币供给的效果。但是，银行通过贷款增加货币的能力受到存款准备金要求的限制，银行必须将其吸纳存款总额的一定比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例存放在美联储。存款准备金也是基础货币的一部分。

在 2008 年 9 月，美联储的货币政策来了一个 180 度的大转弯，从紧缩变为扩张。美联储的目标是遏止通货紧缩的倾向，采用的方法是扩张基础货币。美联储通过在公开市场上买入或卖出资产来控制基础货币，当美联储从银行手中购买资产时，就将现金注入金融体系，起到通货膨胀的作用；当美联储卖出资产则会回收货币，起到通货紧缩的作用。2008 年 9 月美联储进行的不是一般的货币政策调整，因为这次公开市场操作的力度是前所未有的。经济学家阿瑟·拉弗（Arthur Laffer）在 2009 年 6 月 11 日《华尔街日报》一篇题为“准备迎接通货膨胀和更高的利率”的文章中指出：“（此次）基础货币增加的比例是过去 50 年中最大的一次。”他接着指出，作为调节金融系统的杠杆的基础货币中的银行准备金部分增加了 20 倍。当时银行存款准备金占了整个基础货币 50% 的比例。这个比例非常重要，因为银行准备金是贷款创造的基础，因此也是货币供给增长的基础。基础货币的另外一个重要组成部分——流通中的现金对货币供给变化的影响就没有这么大。拉弗接着解释了该措施的后果，“很难估计美联储的措施对通货膨胀和利率水平的影响有多大，因为坦白地说，这在美国历史上是没有先例的。20 世纪 70 年代的货币政策曾导致基准利率最高攀升到 21.5%，通货膨胀率高达两位数。黄金的价格从 35 美元/盎司涨到 850 美元/盎司，美元在外汇市场上几乎崩溃。这次的后果有可能比 70 年代还严重得多的，这可不是什么美妙的情况。”

那是 2009 年，观察图 B-1，你可以看到基础货币在经过盘整后，又恢复了向上增加的趋势。

现在，我们有了汽油，但还没有能把火点燃的火柴，因为在 2012 年年初，银行还没有将其贷款规模扩张到一个很大的规模。如果它们这样做了，美联储就会不得不减少基础货币的数量，要么在公开市场上卖出美国国债；要么提高银行的准备金率。（银行必须将其资产的一部分存放在美联储，提高准备金率减少了银行能够用于贷款的资产。）

美联储在公开市场上售出国债会显著减少市场的货币供给，推高利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

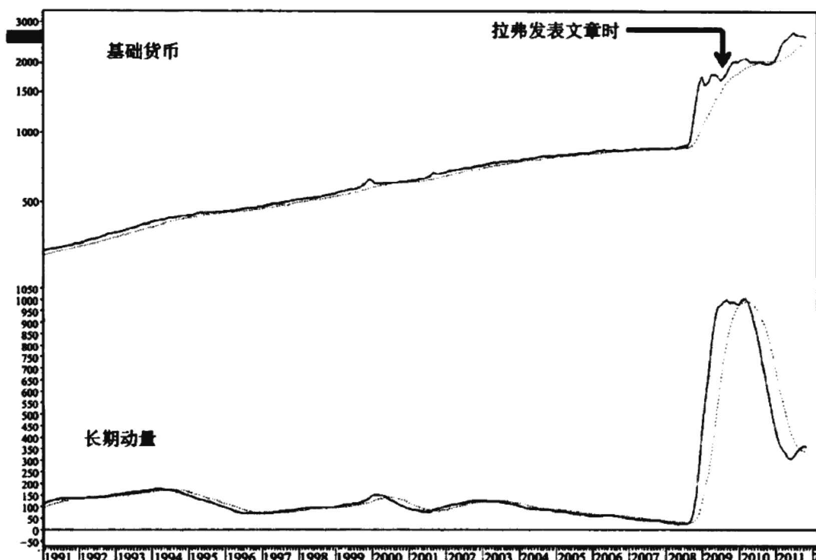


图 B-1 基础货币（1987～2011 年）

资料来源：Federal Reserve.

提高银行准备金率会削弱银行贷款的能力，同样也能起到推高利率的效果。当然，前提是信贷需求不会立刻下降。从历史来看，美联储是不太愿意过快地提高利率，即使应当这样做。谁也不想承担经济出现衰退的风险，如果美联储太过激进，可能就会引发经济衰退，如 2000～2001 年美联储连续上调利率就造成了经济增长大幅下滑。

鉴于美国国债的结构不均衡，激进的货币紧缩政策可能会打破通货膨胀/通货紧缩影响因素之间的平衡，带来过度的通货紧缩，从而使股票市场的长期性熊市持续得更久。我们必须认识到通货紧缩会让投资者突然失去信心，进而引发股票市场价格大幅下跌。19 世纪 70 年代后期和 20 世纪 30 年代早期的交易者对此应该有深刻的体会。2008 年股票市场出乎意料的崩溃也是与通货紧缩的因素有关。这里补充一点说明，不是只有美国在对基础货币进行扩张，欧洲、日本、中国和英国在 2002～2011 年奉行的也是同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的政策。从图 B-2 可以看出，中央银行资产负债表的扩张是一个全球的“团队”行为。

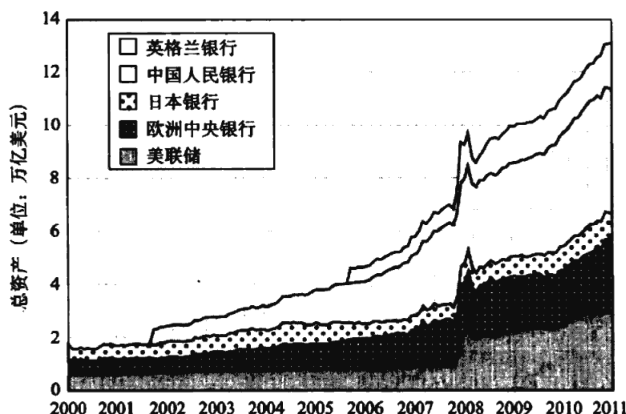


图 B-2 主要国家中央银行的总资产（2000～2011 年）

注：美联储过度创造流动性的做法招来了不少的批评。本图显示了这其实是全球的“团队”行为，欧洲中央银行、日本银行、中国人民银行和英格兰银行都加入到了其中。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

图 B-3 显示了大宗商品的价格不仅仅受到货币供给变化的影响，也受到货币流通速度的影响。换一句话说，注意到 21 世纪头 10 年流动性出现了巨大的增加固然很重要，但我们也需要意识到新增的流动性是如何使用的。例如，如果货币供给增加了，但民众将钱存在银行账户里或放在床底下不用，这对经济的刺激作用就远远小于将这些钱用于购买商品和服务所产生的效果。另一方面，如果民众开始用这些钱，货币流通速度就会加快，对经济活动的影响以及随后对物价的影响就会大得多。这相当于将一罐汽油扔到一堆木头上，然后用火柴将其点燃。从某种意义上来说，图 B-3 中底部的振荡指标试图衡量货币供给的变化和货币流通速度的变化之间的关系（GDP/M2）。图中阴影部分大致和动量时间序列数据的下跌区间相吻合，你可以看出这些区间很好地对应了商品市场的熊市，尽管也有例外，如 2004～2005 年。不过我们也不应该期待两者之间存在严格的对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应关系，因为大宗商品价格是由全球经济供需状况决定的，而非仅仅取决于美国。

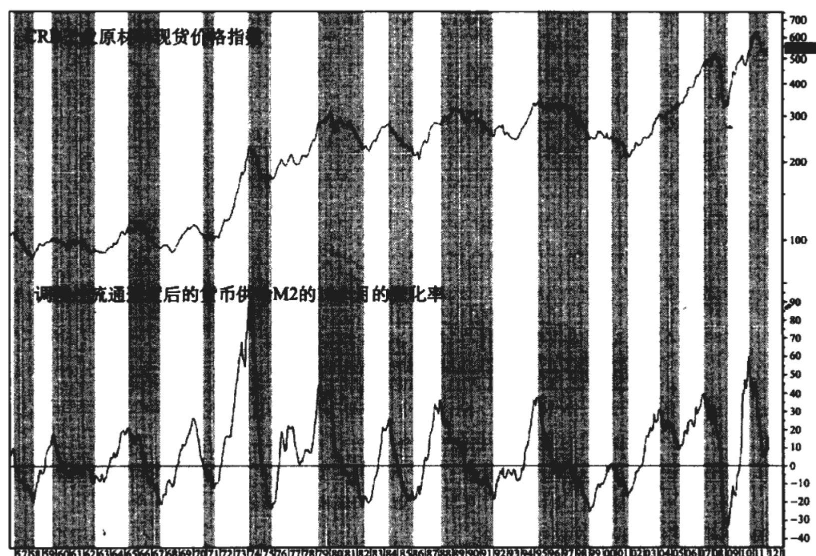


图 B-3　CRB 工业原材料现货价格指数和调整过流通速度后的货币供给动量

注：图的下半部显示了调整过流通速度后的货币供给 M2 的 18 个月的变化率（ROC）。阴影部分标示了振荡指标处于下跌的趋势，此时大宗商品价格一般也在下跌，但 2004～2005 年是一个例外。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

高悬的债务——会引发通货膨胀还是通货紧缩

美国面临的一个重大问题是巨额的公共债务，这对当下股票市场的长期性熊市是否还会持续下去也有重要影响。在《这次不一样》一书中，肯尼斯·罗格夫和卡门·莱因哈特对 44 个国家近 200 年来的公共债务数据进行了研究。他们的结论是，当政府债务达到 GDP 的 90% 的水平时，就会成为影响经济增长的一个问题。在 2009 年，美国政府债务已经接近这个危险的水平（见图 B-4）。90% 并不是一个严格的分水岭，而是一个近似的估计值。例如，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表外的担保和创造性会计常常使得一个国家的政府债务水平很难估计，只有危机爆发后，一切才会真相大白。

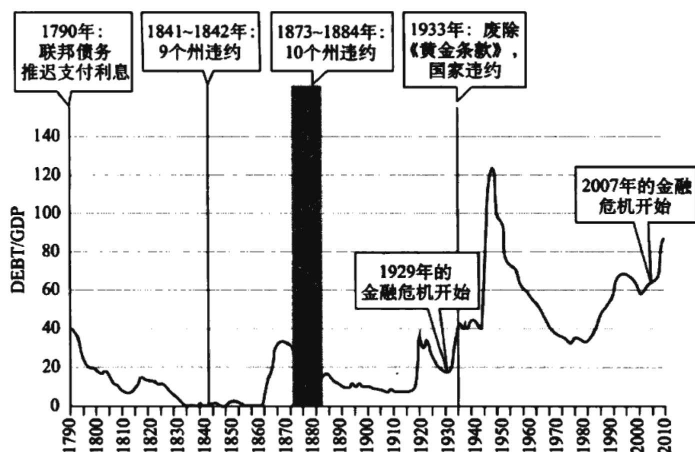


图 B-4 美国政府债务占 GDP 的比例（1790～2009 年）

资料来源：Bloomberg L. P. All rights reserved.

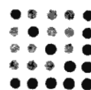
例如，在 2008 年次贷危机之前，房地美和房利美的住房按揭债务从来就没有得到过任何正式的担保。在 21 世纪初，任何有关发达国家公共债务的讨论都必须考虑到人口日益老龄化带来的挑战。前面提到的 90% 的门槛是基于养老金和医疗健康支出快速上升之前的情况估计的，这意味着这些因素也会对经济的增长起到额外的抑制作用。

要走出债务困境，实际上只有三条路可以选择：通货膨胀、违约或偿付债务以及将债务降低到合理的水平。由于债务比率越来越高，第四条出路——通过经济增长化解债务问题，变得越来越不现实。可供选择的三种解决方案都会给股票市场带来长期性的负面影响。对第一个方案来说，化解债务所需要的通货膨胀的力度非常大，我们已经讨论过极端的通货膨胀对股市的危害有多大。第二个方案（政府违约）会严重打击民众的信心，有可能引发螺旋式通货紧缩。这同样有可能导致股票市场的熊市持续得更久、市盈率更低。第三个可选方案——偿付债务并削减支出，也是如此。这是一个比较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的解决方案，但所造成的经济的短期阵痛也会使长期性熊市持续得更久。好消息是这样做最终将恢复民众的信心，因而有可能使得熊市缩短几年。2012 年下半年的总统大选也许会让我们知道政府将如何选择解决的方案，为第二个失去的十年的路径奠定一个基调。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录C

Appendix C

全球视角下的股票市场长期性熊市

到目前为止，我们的注意力都集中在美国股票市场的长期性熊市上，但是其他国家也存在同样的情况——特别是发达国家。

全球长期性趋势的方向是什么

自20世纪90年代初期以来，如我们所预料的那样，各国的金融市场日益成为一体化的全球金融市场的一部分，市场之间的相关性越来越高。出现这种趋势的原因不仅仅是因为市场机制的变化，比如24小时交易的出现、越来越多的企业海外上市以及可以在国际市场实现即时交易的国际ETF等。同样重要的是，很多公司在全球进行多元化运营，这意味着这些公司虽然和母国有许多关联，但其盈利的很大一部分来自母国之外。由于这个世界的一体化程度越来越高，我们有必要分析一下美国股票市场的长期性熊市是美国特有的情况，还是在其他国家也存在。

我们首先来看看CPI调整后的全球股市指标。图C-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为摩根士丹利国际资本公司（MSCI）全球股票 ETF（指数）的走势，其间所跟踪的指数有所调整。该时间序列同时也经过了经济合作与发展组织（OECD）发布的全球 CPI 指标的调整。从图中我们可以看出，全球股票市场先是经历了一个长期性下跌趋势，直到 1982 年。随后的长期性上涨趋势在 2000 年达到顶点，之后又开始了一个长期性熊市。我们之所以认为这是一个长期性熊市，是因为 2000 年以后该指数主要趋势的顶部和底部都越走越低。不难看出，美国股市的走势和全球股市的走势相当接近。但是，我们也不要轻易下结论，因为在早些年，美国市场占了全球指数的很大一部分权重。在某种程度上，可以说我们是将同一个东西进行比较。目前，美国市场在全球指数中占的权重仍然很大，但是由于新兴国家市场的崛起，这个比例已经降低了。

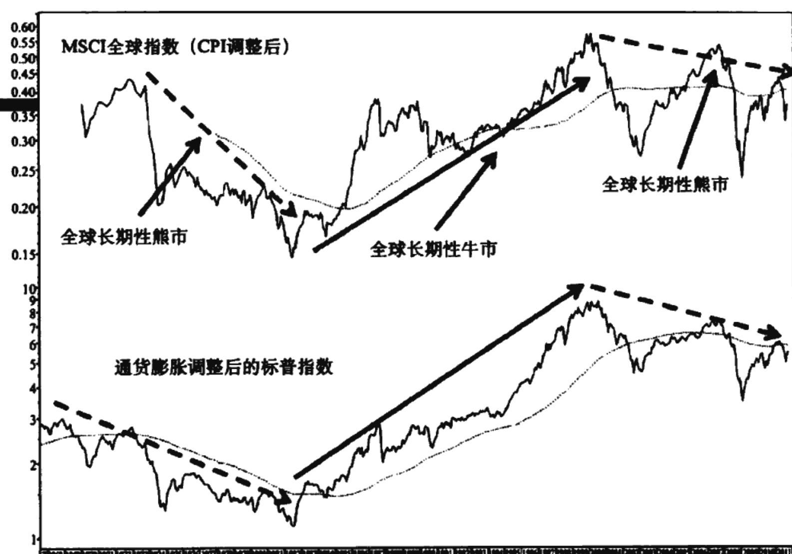


图 C-1 MSCI 全球 ETF（CPI 调整后）和标普美国股票指数（CPI 调整后）（1967～2012 年）

注：图中显示了和美国一样，全球股票市场自 21 世纪初也进入了长期性熊市。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 C-2 将 CPI 调整后的全球指数和德国 CPI 调整后的德国 DAX 指数进行了比较。情况和美国市场非常相似，尽管在早些年两者的走势偶有背离，如图中箭头所示。自 2000 年以来，两者在当下长期性熊市中的走势非常接近，显示了全球各市场之间越来越强的关联性。不用说，对德国市场实际股价的分析得到的结论是德国市场也处于长期性熊市中。

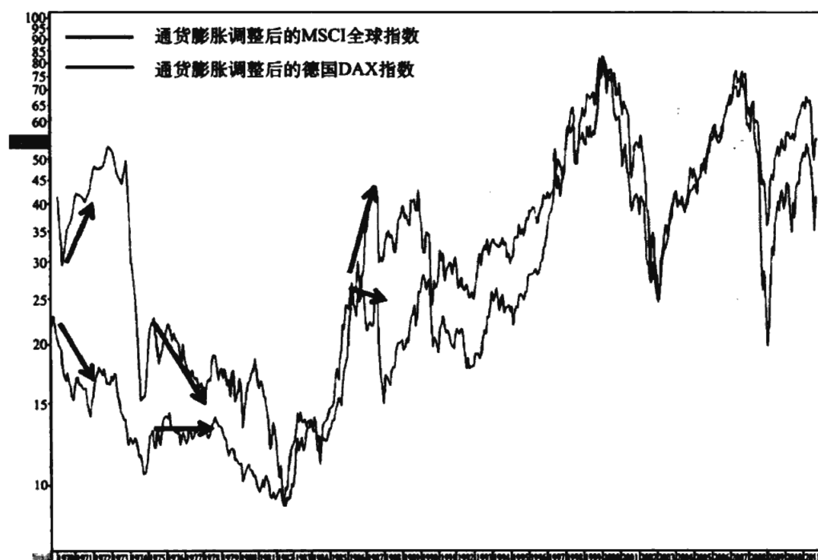


图 C-2 MSCI 全球 ETF（CPI 调整后）和德国 DAX 指数（CPI 调整后）（1969～2012 年）

资料来源：Pring Turner Capital Group.

日本：长期性熊市的领先指标

在当下的周期中，日本是长期性熊市的领先指标。图 C-3 显示了日本股市的走势达到了美国市场长期性熊市的平均下跌力度（82%，通货膨胀调整后）和持续时间（大约 20 年）。

从图 C-3 中你还可以看到，如果观察价格起伏超过 25% 的情况，日本在当下的长期性熊市中经历了 9 次这样的波动，远远多于美国任何一次长期性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

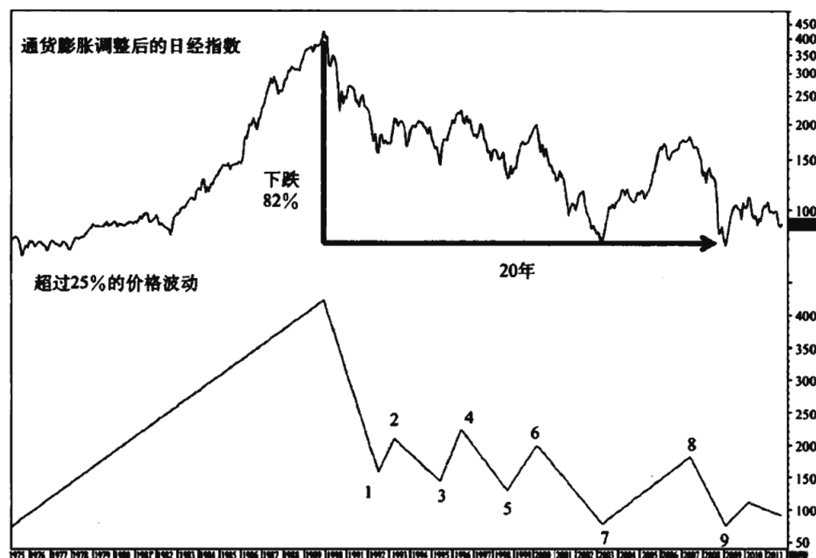


图 C-3 日经指数（CPI 调整后）以及该指数波动超过 25% 的情况（1975 ~2012 年）

注：该图显示了日本股票市场自 1989 年以来的惨状。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

熊市所经历的波动。的确，当前通货膨胀调整过的日经指数比 1963 年时的水平高不了多少，由此你可以想象日本股票市场的表现有多差。

图 C-4 将 CPI 调整后的日经指数和 CPI 调整后的标普指数进行了比较。我们将标普指数的数据滞后了 126 个月，以便使这两个市场长期性趋势的顶点重合。X 轴上的数据刻度是针对日本市场的。显然两个市场的走势并不相同，但是非常相似，显示了虽然时间和地理上不同，大众心理的趋势是比较一致的。第一眼看去，美国股市 2000 ~2011 年的走势和叠放在一起的日本市场的对应阶段的走势非常相似。但是，尽管这两个市场的转折点从时间上来说很接近，但其间的价格波动会有相当的不同，我们用带虚线的箭头在图 C-4 标示出两个市场的这种不一致。图中的阴影部分提醒我们，两个市场的主要转折点很接近，但前后仍有大约 11 个月的差异。实际上，这个叠加起来的两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个市场的走势图虽然有意义，但我们并不是要借此预测美国股票市场未来的变化，而是想显示长期性熊市后面所具有的共同心理特征。美国股票市场也许随后还会在起长期趋势的转折点处经历以前出现长期转折点时的一些特征，如果是这样，我们就有可能确认日本市场的反转已经发生。从这个意义上来看，日本股票市场的走势可以看作判断美国股票市场即将出现转折的信号之一。因此，我们应该密切关注日本股市未来的走势，因为它很可能被证明是美国股票市场下一个长期性牛市非常早期的领先指标。

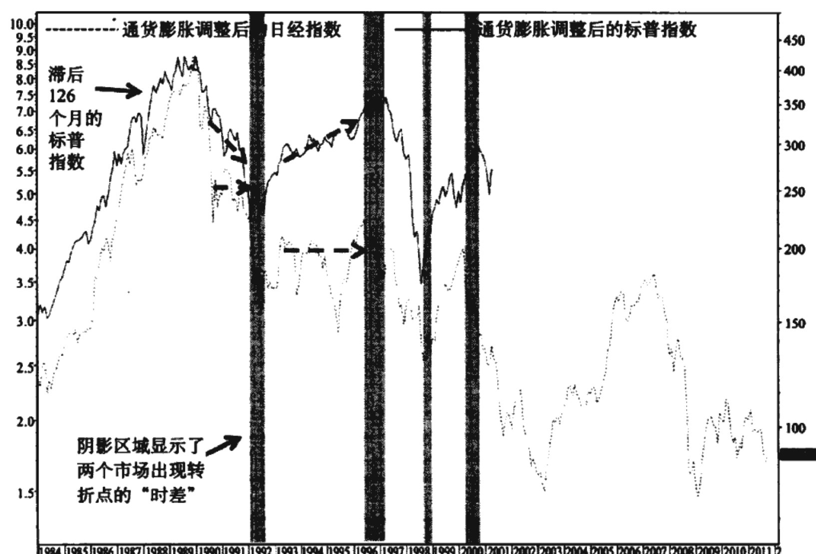


图 C-4 通货膨胀调整后的日本股价走势和通货膨胀调整后的美国股价走势（1984～2011 年）

资料来源：Pring Turner Capital Group.

其他国家和全球长期性熊市

很多人可能都对中国取得的经济成就和其拥有的不可估量的前景感到惊讶。中国股票市场在美国市场进入长期性熊市数年后，于 2007 年见顶。图 C-5显示了上证指数也经历了一个泡沫期间，即图中下半部 18 个月的 ROC 的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极高点处所对应的期间。为了更好地理解上证指数处于泡沫期间的 ROC 水平，图 C-5 的下半部分还同时标示了另外两个泡沫市场的 ROC 值，即 1980 年黄金价格达到历史高点时的 ROC 值和 2000 年纳斯达克指数的 ROC 值。从图中你可以看出，2007 年上证指数的 ROC 值比后两个都高。我们知道，动量指标从统计数据上反映了市场中投资者情绪的起伏。从各个市场的历史来看，18 个月的 ROC 值超过 200% 的水平是极不寻常的，因为要在这段相对较短的时间内将任何证券的价格推高 1 倍需要投资者有着极强的乐观情绪。一般情况下，如果投资者将价格如此迅速地推高，这意味着他们对市场的判读已经脱离了基本面的支持。因此，他们的决策缺乏应有的审慎，市场为了恢复平衡，随后肯定会出现一段较长时期的盘整或下跌行情。

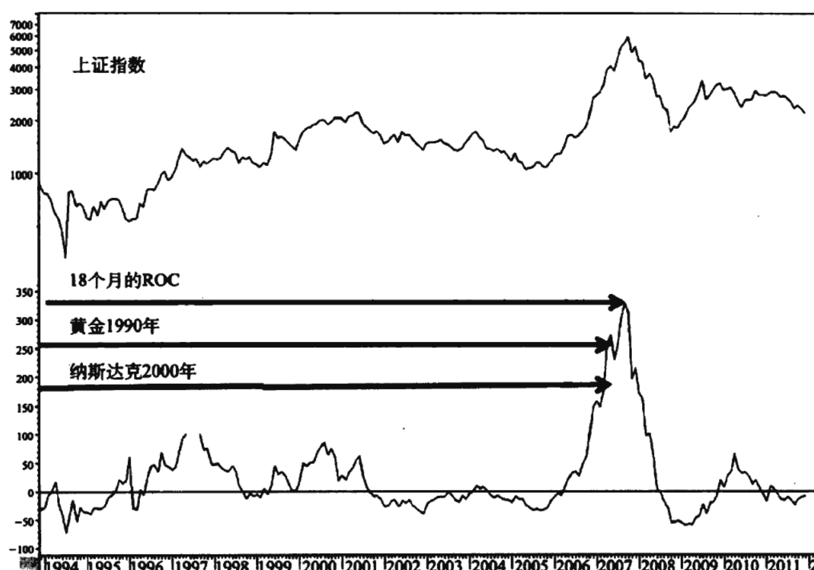


图 C-5 上证指数及其 18 个月的 ROC（1994 ~2012 年）

资料来源：Pring Turner Capital Group.

当然，也有 ROC 值很高，但市场随后并没有出现盘整或回调的例外情况，但非常罕见。表 C-1 列出了我们数据库中各种市场 18 个月的 ROC 值超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

200% 的所有情况。为了更好地理解这些数据，我们首先需要知道历史上标普美国股票指数 18 个月的 ROC 的最大值为 124%，出现在 1844 年。1929 年股市崩溃前，ROC 值仅为 100%！表中的最后一列显示了在出现了该 ROC 值后，市场随后下跌后要过多长时间才能收复失地并超过 ROC 极值处的价格，如果在 2011 年年底还没有超过当时的价格，则该列的数字为出现 ROC 极值到 2011 年年底的时间。当然这不是一个精确的方法，因为不同市场价格变化的模式不太一样。在第 4 列中，标有 N/A 的市场意味着到 2012 年年初，出现 ROC 值时市场的价格一直还没有被超过。第 5 列中的空白意味着由于 ROC 值是在 2010 年或 2011 年达到其高点的，时间太近，没有足够的时间来提供有意义的结果，要评价这些反转的效果还为时太早。表的最后一行显示，在 ROC 达到一个极值后，市场价格在下跌后要恢复到此前的高点平均需要 15 年。无论如何，要是 18 个月的 ROC 值超过了 200% 的水平，市场价格出现大幅下跌或经历一个 5 年及更长时间盘整的可能性大大增加。这是因为消除和 ROC 极值相关联的市场的极度乐观情绪需要时间，而且常常是很长的时间。通过这个表，我们想表达的观点是，中国股市在 2007 年后非常有可能进入了一个长期性的盘整格局，或者一个长期性的以 CPI 调整后的股票价格衡量的熊市。

表 C-1

市场	ROC 值	达到极值的时间	恢复到原来价格高点的时间	时间（年）
钯	332	1980 年 3 月	1998 年 3 月	18
钯	201	2001 年 1 月	N/A	10
钯	232	1998 年 4 月	1999 年 11 月	1
钯	240	2010 年 12 月	N/A	
铂	264	1980 年 2 月	2005 年 11 月	15
纳斯达克	274	2000 年 3 月	N/A	11
银	212	1974 年 5 月	1978 年 7 月	4
银	542	1980 年 2 月	2011 年 3 月	31
日经指数	217	1953 年 1 月	1956 年 3 月	3
意大利 BCI 指数	238	1981 年 5 月	1985 年 4 月	4
意大利 BCI 指数	272	1986 年 5 月	1997 年 6 月	11
上证指数	327	2007 年 9 月	N/A	4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

市场	ROC 值	达到极值的时间	恢复到原来价格高点的时间	时间（年）
孟买指数	205	1992 年 4 月	1999 年 7 月	7
咖啡	235	1977 年 4 月	N/A	34
咖啡	271	1994 年 9 月	1997 年 2 月	3
可可	237	1977 年 5 月	N/A	34
蔗糖	513	1974 年 11 月	1980 年 8 月	6
蔗糖	449	1980 年 10 月	N/A	31
雅典 SE 指数	618	1987 年 10 月	1989 年 9 月	2
雅典 SE 指数	478	1990 年 7 月	1998 年 3 月	8
奥地利 ATX 指数	218	1990 年 3 月	2004 年 4 月	14
棉花	240	2011 年 2 月	N/A	
FT 金矿指数	309	1974 年 4 月	1980 年 9 月	6
FT 金矿指数	295	1980 年 10 月	N/A	31
取暖用油	204	2000 年 8 月	2003 年 1 月	3
赫尔辛基指数	228	1994 年 2 月	1996 年 9 月	2
赫尔辛基指数	302	2000 年 3 月	N/A	11
铜	207	1974 年 4 月	2005 年 4 月	31
TSX 黄金股份	272	1980 年 9 月	N/A	31
小麦	327	1974 年 1 月	2007 年 6 月	33
平均	299			15

资料来源：Pring Turner Capital Group.

最后，我们看看 OCED 公布的，经过各自国家 CPI 调整的意大利股市和印度股市的情况（见图 C-6）。注意，以真实价格衡量的意大利股市在 1966 年见顶，接着又经历了一个长期性熊市和一个长期性牛市，然后自 2000 年起进入了当前的长期性熊市。2011 年市场指数下穿了起始于 1980 年的趋势线，市场的未来看起来并不美妙。

另一方面，通货膨胀调整后的印度股票市场仍处于长期性牛市中。2009 年印度股市出现了大跌，如果此后股市每波的峰顶和谷底一波比一波低，那么就说明印度股市也加入了全球长期性熊市的队伍中来，但在我们能观察到这种趋势之前，最好还是假设印度股市仍处于长期性牛市期间。

影响长期性趋势的两个结构性因素

顺便提一下，一个国家债务结构的长期不平衡和人口结构的长期不平衡会对一个国家的股市是否处于长期性熊市有所影响。图 C-7 比较了意大利和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

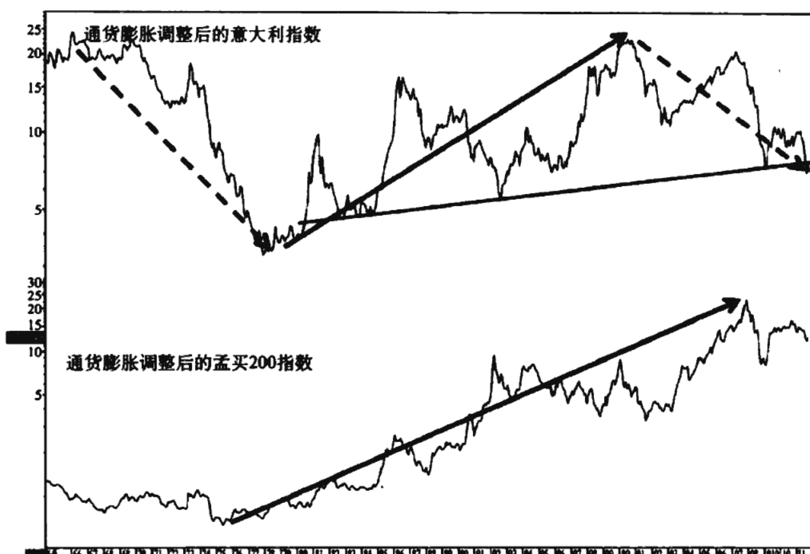


图 C-6 通货膨胀调整后的意大利和印度股市（1964～2012 年）

注：本图比较了两个人口年龄结构不同的国家的股市的长期走势。

资料来源：Pring Turner Capital Group.

印度的人口结构。

从理想的角度来说，有益于经济增长的人口结构应该是底部大，顶部小。因为这意味着人口中的相当一部分人处于工作年龄，较小的顶部则意味着社会供养的老年人口较少。老年人作为一个群体是会拖累经济的发展，因为他们是资源的净消费者。

不知你是否还记得，意大利当下处于低迷的长期性熊市中，而印度则得以幸免。印度人口结构的底部相对于顶部宽很多，而意大利的人口结构的顶部要臃肿得多。难怪意大利目前在熊市中挣扎。

一个理想的人口结构并不能保证一个国家就能避免股票市场的长期性熊市，因为明显还有其他影响因素在起作用。其他条件不变的情况下，一个具有理想人口结构的国家当然为其股票市场提供了一个更好的发展条件。图 C-8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

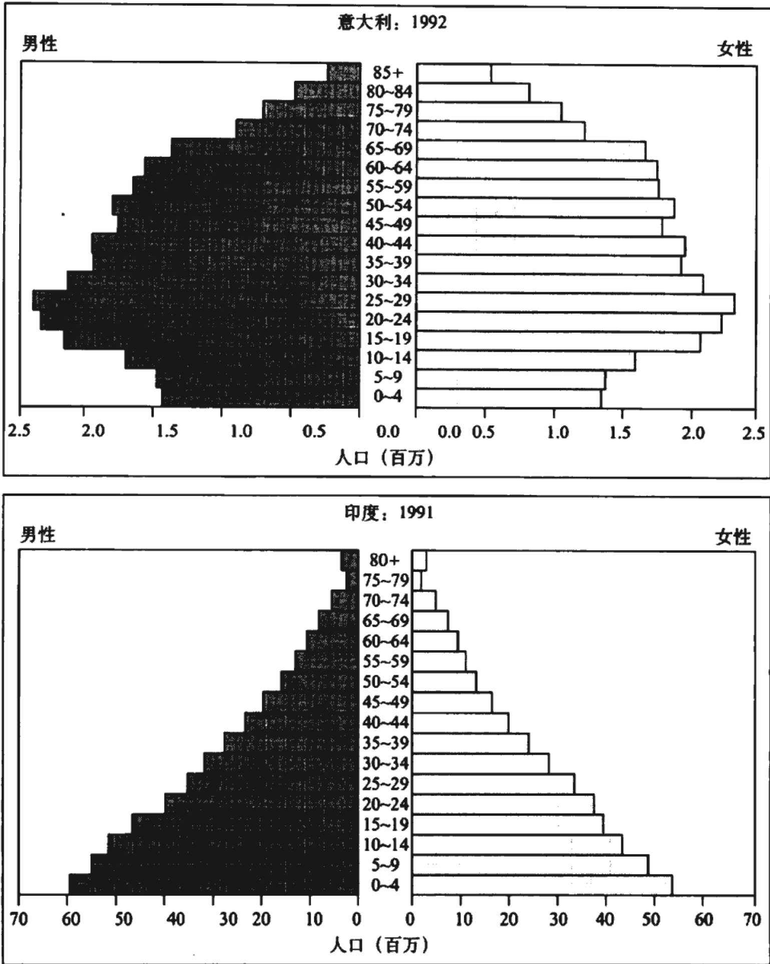


图 C-7 意大利和印度的人口结构

注：图中越往下的区间，年龄越小。印度有着理想的人口结构，因为大量的年轻人在赡养少量的老年人，这为股票长期性牛市提供了完美的条件。在意大利，我们看到的人口结构则相反。

资料来源：U. S. Census Bureau, International Database.

显示了两个国家，它们都具有有利于出现长期性牛市的两种因素：理想的人口结构和丰富的资源。如果我们对大宗商品市场长期性牛市的预期是正确的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么这两个国家：巴西和南非会有非常好的表现。

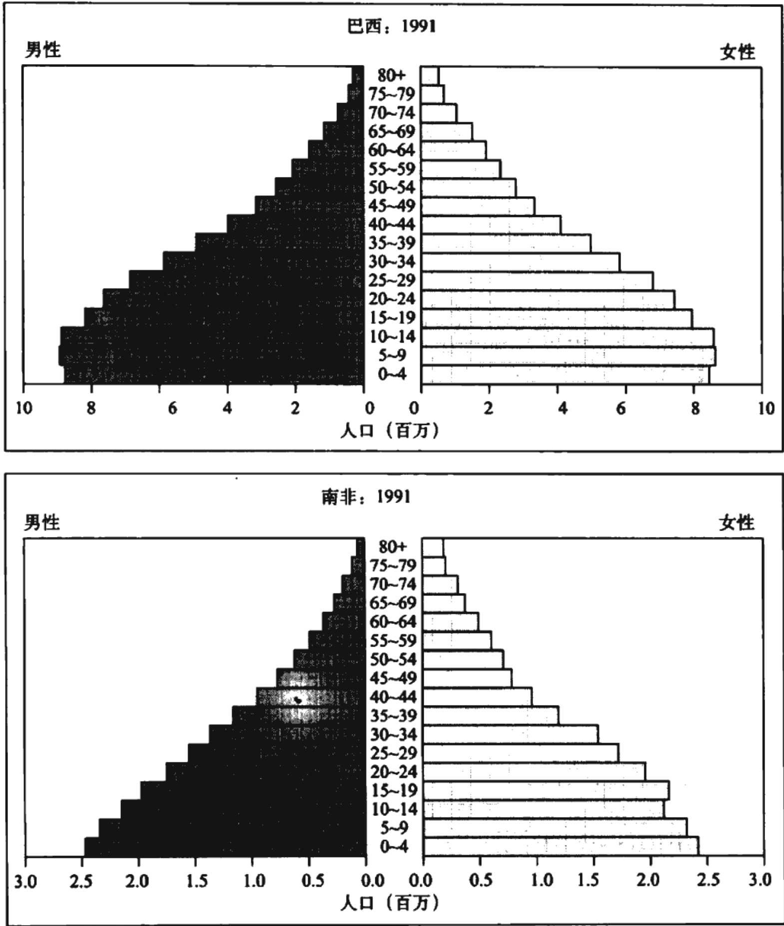


图 C-8 巴西和南非的人口结构

注：巴西和南非的人口结构非常有利于经济发展。

资料来源：U. S. Census Bureau, International Database.

我们这里考虑的另外一个结构性问题是债务。比例过大的退休人口是对经济增长征收的一种税收，但同样重要的是，它也是经济承担的一种超额债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务。这是因为偿还这个债务会消耗宝贵的社会资源，这些资源本来可以用于投资。如果一个国家人口结构有问题，同时又过度负债，那么就会承受双重打击。表 C-2 显示了最近一二十年来股票市场表现最差的两个国家：日本和意大利。这两个国家政府债务占 GDP 的比例都很高。

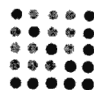
同理，我们认为有可能避免长期性熊市的国家都具有较低的政府债务/GDP 比率。其中最引人注目的是南非（34%）和印度尼西亚（27%）。我们前面没有提到印度尼西亚也有着理想的人口结构。这为这部分附录的结尾留下乐观的一笔。

表 C-2 政府债务占 GDP 的百分比 (%)

日本	220
意大利	119
美国	94
巴西	67
印度	64
南非	34
印度尼西亚	27

资料来源：International Monetary Fund, 2010.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附 录 D
Appendix D

基于经济周期的资产轮动指南

第 8 章描述了经济周期所包含的 6 个阶段。在本部分附录中，我们将对这 6 个阶段进行进一步的分析，探讨在每一个阶段究竟配置哪一类的资产最合适。

对经济周期 6 个阶段的综述

在这里，我们从第 1 阶段开始，对经济周期的 6 个阶段进行更详细的分析。

第 1 阶段（仅有债券是牛市）

（1）现金

当我们谈到现金时，我们实际上是指高质量的流动性资产，例如 3 个月的商业票据、3 个月的国债以及货币市场基金等。总的来说，到期日在 1 年以内的这些资产都是高质量的债务工具。如果到期日在 1 年以上，我们的投资就会承受利率波动带来的市场风险。银行大额定期存单在到期日前赎回是要被罚息的，所以不应被视为现金类资产，因为当情况发生变化时，我们需要一定程度的灵活性来调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整投资组合的资产配置。

在经济周期的第1阶段，较大比例地持有现金是合适的，因为我们的另外两类资产——股票和商品，都处于熊市中。股票市场和通货膨胀对冲资产都和现金类资产之间存在负相关的关系。因此，持有现金具有稳定投资组合或保护资本的作用。

在此阶段，现金类资产的回报率一般高于经济周期的其他阶段，因为此时短期利率刚从周期性的最高点开始跌落。具体的回报率随着经济周期的不同而有所不同，并取决于当时所处的利率长期性趋势的方向和阶段。例如，1981年10月的第1阶段初期现金类资产的大致回报为14.7%，当时利率市场正处于长期性通货膨胀的顶部。而2001年6月的第1阶段开始时的回报为6.6%，当时始于1981年的长期性通货紧缩趋势已经持续了20年。在2012年年初，现金类资产的回报几乎为零，但我们认为这个低得有点荒唐的数字只是暂时的。

（2）债券

第1阶段是整个经济周期中债券投资收益最高的阶段。在债券价格经历了前期熊市的下跌后，从该阶段开始，债券投资开始产生正的回报。从资产配置的角度来看，这是整个经济周期中在债券投资上采取非常激进的态度的最佳时机。如果你回过头去看图7-1，你会看到该阶段处于经济衰退的下跌期间。此时，债券持有者占尽了一切有利条件。首先，市场上的信贷需求直线下降，因为企业正在努力压缩生产规模，尽快降低盈亏平衡点。其次，美联储正在致力于解决失业问题，尽其所能地向银行系统注入货币。不断减少的信贷需求和不断扩张的信贷供给使得利率下降。由于债券的价格是和利率的变化成负相关关系，高质量的债券就只有一条路可走：价格上涨。因此，第1阶段可以尽量选择到期日长的债券投资，此时风险最低，债券价格上涨时期限长的债券上涨幅度最大。具体选择多长到期日的债券将取决于个人投资者的风险容忍程度。一般说来，第1阶段应该是投资者对债券资产配置容忍程度最高的时候，当然，投资者的其他特征，诸如年龄、财务状况、处于事业和个人生活的哪个阶段以及个性也会影响其风险容忍程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体的投资决策还取决于投资者何时能识别出经济周期已进入第 1 阶段。从事后来看，我们很容易就判断何处是债券价格熊市的最低点。但在现实中，我们一般都需要在市场见底后过一段时间后才能确认。假设你是运用价格上穿 12 个月的移动平均线来判断一个趋势的变化，在这种情况下，价格上涨并穿过移动平均线是需要一些时间的。当价格上穿移动平均线时，可能已经上涨了 25% ~30%，这意味着此时牛市已经持续了相当一段时间了。因此，你的投资的回报/风险比率就不如假如你在第 1 阶段刚开始时就能将其识别那样吸引人。在这种情况下，你购入的债券的数量就应该少于你在该阶段应该购入的数量，或者你买入债券的数量不变，但缩短所买入债券的到期日，从而降低相应的市场风险。例如，购入雷曼 7 ~ 10 年的 ETF，而不是 20 年的 TLT。

有些阶段的变化比其他阶段的变化更容易被识别，这是因为我们随后将描述的各种指标在不同阶段的转换处发出的信号的质量和数量不同。如果你能够识别出多个信号同时指向同一个方向，那么这将增加你正确判断阶段的转折点的概率，也增加了当下债券价格的走势强于第 1 阶段的平均水平的可能性。另一方面，如果各个指标发出的信号很弱或相互矛盾，投资者面对这种不确定的前景就应该采取比较保守的策略。如果你错了，你并不会亏钱，仅仅是由于信号不准而失去了一个机会，而机会有的是。

一个很好的思路是将信号的质量进行量化，就像用不同的星级来评价餐馆的质量。如果你认为你得到的是五星级的信号，同时价格也还不太离谱，那么你肯定应该冒一点险去试试。然而，如果得到的只是一个一星级或二星级的信号，你就应该谨慎点。一个五星级的信号应该包含多个同时指向有利于债券市场的方向的指标，同时指标发出信号的时间应在债券价格在熊市底部附近时。而一星级的信号仅包括一两个发出模糊牛市信号的指标，也许还有一些指标同时发出相反的信号。

前面我们提到，第 1 阶段是购买高质量的债券的好时机。我们强调高质量这个词是因为在第 1 阶段购买低质量的票据是有风险的。记住，此时正处于经济周期中经济活动加速向下衰退的时候。因此该阶段和第 4 阶段，有时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偶尔也包括第2阶段的早期，是信用违约风险最大的时候。即使你持有的债券有清偿能力，但如果相近行业中某个具有相同信用评级的公司出现了违约，其负面影响肯定也会波及你的债券。随着风险上升，市场很快会以其唯一的方式做出反应：价格下跌。

如果你持有公司债券或正准备购买公司债券，你必须了解这些债券是否含有赎回条款。赎回条款让发行债券的公司有权按事先约定的价格买回债券。如果债券的利息远高于当下的市场利率，发行债券的公司就有动力买回已发行的债券，然后以当下较低的利率水平重新发行新的债券。在这种情况下，你是无法获得由于公司债券收益率下降而带来的债券价格上涨的全部收益。一个简单的方法是购买分散化的公司债券ETF，比如iBoxx投资级公司债券基金（LQD）。

（3）权益资产

对大多数股票而言，经济周期的第1阶段都不是一个好的投资时机，但也有一些行业和主流相背离。公用事业、金融业、一些必需品行业以及偶尔还有运输业常常能在第1阶段赚钱。房屋建造商是在经济周期的开始阶段表现不错的另一个对利率敏感的群体。当然，这些都是大体趋势，并不是说这些行业在每个经济周期的第1阶段都能赚钱。出现第1阶段的信号并不等于给了你买入这些行业的授权书，投资者必须根据每个周期的特点进行具体判断。

（4）通货膨胀对冲资产

由于经济在第1阶段处于疲软状态，大宗商品价格和其他能对冲通货膨胀的资产的价格通常在下跌。但这只是它们的熊市的初期，因为随后还有第2阶段要经历。因此，此时应该避免买入对冲通货膨胀的资产。大多数资源行业的股票在第1阶段表现都很糟糕。

第2阶段（仅有商品处于熊市中）

（1）现金

现金类资产在第2阶段的重要性有所下降，因为股票现在已经见底了，通常股票市场在这个阶段会出现范围最广和速度最快的上涨。此时投资股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益大，风险处于最低的时候，因此投资者在该阶段应该将投资组合相当的一部分配置到股票上。同样，具体配置在股票上的资产比例取决于个人的情况。然而，无论个人情况如何，该阶段应该是你配置在股票上的资产比例最高的阶段。记住，此时持有低收益的现金类资产的机会成本非常高，因为你会错失从普遍上涨的股市中获得高得多的收益的机会。

（2）债券

经验显示，债券在第 2 阶段的收益虽然不如第 1 阶段，但仍然是有吸引力的资产。这意味着大多数投资组合仍然应该包含一些长期债务工具。记住，债券随后还会迎来一个牛市阶段。然而，由于此时股票的相对收益高于债券，更多地投资股票是理所当然的。同时，由于股票市场正发出经济复苏的信号，投资者持有的高收益率债券违约的可能性在下降。因此，投资者可以将少量资产配置到充分分散的高收益率债券共同基金或 ETF，如 iShare iBoxx $ 高收益公司债券基金（股票代码：HYG）。这样做有三方面的好处：其一是更高的回报率；其二，整体处于牛市的债券市场带来的更高的债券价格；其三，随着投资者信心的增加，不同信用级别的债券之间的收益率差别减小，“垃圾”债券升值的幅度会大于政府债券或 AAA 级公司债券。

（3）权益资产

在此阶段，随着投资者卖掉现金类资产和部分债券，股票占整个投资组合的比重应该相当大了。同样，投资者卖掉多少债券应该取决于个人的具体情况。那些对现金流入有较大需求的投资者会比没有这种需求的投资者保留更多的债券。尽管如此，投资者常常也能够在公用事业和一些蓝筹公司中挑选出股息率不错的股票。购买这些股息率高的股票的好处在于它们不仅具有股价上涨的潜力，同时还通过可能的高分红为投资者带来现金收入。

此阶段资产组合中股票所占的权重同时也取决于当时的市场环境。第 2 阶段信号的质量如何？当投资者意识到经济周期进入第 2 阶段时，股票是否已经从前期的底部大幅上涨？一般情况下，美联储第一次或头两次下调贴现率时会带动股市的强劲上扬。但是，如果市场已从前期底部上涨了 25%，说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明市场已经消化了一些很好的消息，因此随后出现回调是不可避免的。要意识到这一点非常困难，因为市场的上升会激发投资者的乐观情绪，使其信心不断增加。然而，这个时候也是自律的投资者受益的时候。那些奋不顾身跳进市场里追涨的投资者对随后会出现的调整要有心理准备，要对可能需要持股到第3和第4阶段才能实现获利有所准备。

偶尔，在第2阶段的后期，股市中表现领先的行业会发生变化。一些在前期表现领先的行业，如公用事业和必须消费品（日常生活用品、烟草、饮料和食品等）的表现开始落后于市场平均水平。这些行业的股票价格也在上涨，只是上涨的幅度不如周期性消费品行业，也被称为**耐用消费品**，包括汽车和主要家电等昂贵的消费品。

（4）通货膨胀对冲资产

在此阶段，经济下滑的趋势可能已经放缓，但会继续下滑到第2阶段的末期。这意味着在大多数经济周期中，大宗商品的价格在该阶段会继续下跌。能对冲通货膨胀的股票，如资源行业的股票，常常随大盘一起见底，但在随后的上升中，其表现往往不如大盘，直到经济周期的后半部分才会发力。的确，这类股票随大盘见底回升后，偶尔还会再次下探，考验前期的底部，随后才加入牛市上涨的队伍。黄金的价格往往领先于大宗商品价格的变化趋势，不幸的是，领先的时间在每个周期都可能有所不同，有时和大宗商品的价格同时出现转折，有时则会领先1年甚至更长。这意味着偶尔黄金基金的价格和股市见底的时间比较接近，然后就开始进入相对和绝对意义上的牛市。例如，黄金基金在1982年6月见底，比8月份见底的股票市场早了2个月。黄金基金是一类很难预知其走势的资产，其价格变化常常不符合任何理论的预设。我们能说的就是，当股票/黄金价格的比率出现下跌，这常常是股票市场的熊市信号，无论是从周期性角度还是长期性角度来看，都是如此。

第3阶段（所有资产都处于牛市）

（1）现金

现金类资产在第3阶段的相对回报是整个经济周期中最低的，因为所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的其他资产类别在该阶段都处于牛市。因此，投资者此时应该将现金类资产的持有量降到最低，因为其他资产能提供更好的风险收益特征。

（2）债券

当第3阶段结束的时候，债券价格会进入熊市。因此，当经济周期进入该阶段后，你就应该逐渐减持债务市场工具。你可以减少所持有的债券的数量，也可以通过缩短债券投资组合的平均到期年限来降低收益率上升带来的债券价格风险。在第3阶段开始时，债券价格继续上升。但是，随着第3阶段的发展，持有债券的机会成本上升，其回报率最终成为负值，而股票和通货膨胀对冲资产的收益率是正的。投资者应该在第4阶段开始前卖掉到期日长于5年的零息票债券或到期日超过7年的附息票债券。

在本阶段，最大的冲突在于收益率曲线本身。正常的收益率曲线如图D-1所示，到期日短，对应的收益率就低，到期日长，对应的收益率就高。更长的到期日之所以对应更高的收益率，是为了补偿更长持有时间所面临的更大的市场风险。当第3阶段结束时，投资者面临着保护他们的资产免受刚刚开始的债券熊市的侵蚀。为此，他们不得不放弃部分对当期现金流入的要求，因为此时现金类资产的收益已经下降了。投资者可选择的妥协方式之一是缩短所持有的债券的到期日，当然不是缩短到货币市场工具，而是缩短到比如3~5年的债券。这样做后，投资者会承受一些债券价格下跌的损失，但现金流入的损失不会像将到期日从20年缩短到3个月那样大。具体的变化情况将很大程度上取决于收益率差值以及所面临的通货膨胀压力有多大。

如果你相信长期的趋势是通货紧缩，并且这种状况还会持续下去，上面的做法就是一个好的策略。但是，如果长期性的通货膨胀趋势已经开始，那么持有中期债券的风险就很高了。在图D-1中，你可以看到，收益率在起初的7年中上升得非常快，超过7年以后，投资者会承担越来越大的风险，但收益率却只会增加很少。你持有六七年的债券和持有20年的债券的利息收入差别不会太大，但是前者面临的债券价格变化的风险却要小得多。当然，如果你能放弃更多的利息收入，那么最安全的地方就是到期日在1年以内的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券。

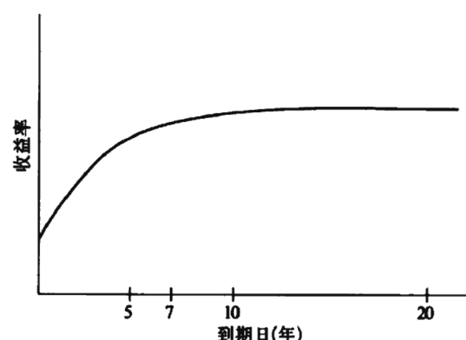


图 D-1 理论上的收益率曲线

资料来源：Federal Reserve.

在网站 smartmoney. com，你可以通过 Java applet 来绘出历史上不同时期收益率曲线的形状。该网站还解释了有关收益率曲线的一些概念，如正常的收益率曲线、倒挂的收益率曲线、陡峭的收益率曲线和水平收益率曲线。

轮转债券投资组合的最后一个方法是在前一个阶段就增加高收益债券基金的配置，这样做能增加投资者的回报率。由于经济处于复苏的早期阶段，债券违约的风险还很低。此外，在很多经济周期中，由于投资者对高收益债券的偏好和信心，信用等级低的债券价格见顶回落往往在信用等级高的债券之后。

(3) 股票

由于此时大宗商品价格的牛市已经开始，和大宗商品相关的股票应该会相对走强，而经济周期早期的一些相对表现较好的股票，如对利率变化敏感的公司股票则会表现较差。当然，就绝对收益来说，所有的股票应该都不错。但是，要记住，牛市也不是一帆风顺的，期间会出现一些中级的调整，让投资者对整个趋势的方向心生疑虑。此外，一些本应该在此阶段表现良好的行业可能由于自身的结构性问题而表现得并不尽如人意。在第 3 阶段的末尾，当对利率敏感的公司股票等在前期表现较好的板块开始下跌的时候，投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就可以进行资产配置的轮转了。但这些股票更有可能是在第 4 阶段利率开始上升时才出现下跌，而股票市场熊市常常要到第 5 阶段才会全面到来。

第 3 阶段也是投资者可以多冒一点风险的时候，这意味着在投资组合中可以加入一些贝塔值高的股票。这并不是说我们可以不考虑股票的质量，不计后果地承担额外的风险。然而，由于该阶段股票处于普涨状态，只要技术面的操作正确，投资者完全可以购入几只波动性较大的股票，因为在这种环境中，下跌风险较小，这类股票可能带来更高的收益。

（4） 通货膨胀对冲资产

此时，大宗商品价格已经见底，投资者应该加大能抵御通货膨胀的股票的配置，比如矿业、石油和基础工业类的股票。投资者可以购买免认购费的大宗商品行业共同基金，当然，也可以购买大宗商品行业的 ETF。当然，为了从刚刚开始的商品的牛市中获得更大的收益，此时可以增加通货膨胀对冲资产在投资组合中的比例。

第 4 阶段（债券开始进入熊市，但股票和大宗商品仍然处于牛市）

（1） 现金

利率在熊市底部常常会形成一个碟状，然后逐渐攀升。不是每一个底部都是如此，如 1958 年就是一个例外。对于缓慢但是稳定上升中的经济来说，利率逐渐上涨是比较典型的情况。此时，利率上升、股票市场一片繁荣、通货膨胀对冲资产表现良好，在这种市场环境下，投资者应该尽量减少现金类资产的配置。

（2） 债券

如果你还没有开始减少你在债券上的配置比例，那么在你可能会遭受债券类资产价格大跌之前，这是你最后的机会了。持有高收益债券共同基金或 ETF 能让你有稍微长一点的时间来安全地享受债券利息带来的现金流入，因为这类债券资产价格见顶回落一般会在高等级债券见顶回落之后。同时，总的说来，此时的信用违约风险仍然还比较低，因此低等级债券和高等级债券之间的收益率差别在继续缩小，直到第 5 阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）股票

现在，投资者应该从经济周期股市初期的领先者，如公用事业、金融业、电信业和运输业等轮转到盈利驱动的板块，后者包括和自然资源有关的行业和基础产业。经济周期中期的股市领先者，如技术、医疗保健、耐用消费品和工业品等行业的股票此时表现都比较强劲，因此在此时的资产配置中应该给以足够的考虑。有时，在第1阶段对我们的资产起到保护作用的、经济周期初期的股市领先者如果没有在第4阶段前进入疲软的周期，会在第4阶段前进入疲软的周期，尽管这并不一定是绝对价格的下跌。请注意，我们所说的只是大体状况，并不是说在每一个经济周期中每一个板块都会是如此。有时，经济周期初期的股市领先者金融类股票会一直到第5阶段才会进入熊市。具体的情况在很大程度上取决于投资者对基本面变化的反应。一般情况下，投资者会以人们预料中的方式对市场的变化做出反应，但在时间上会有滞后。如果你能坚持按我们这里描述的基本规律来配置资产，那么你的长期投资收益有可能会得到相当的提高。

（4）通货膨胀对冲资产

大宗商品和大宗商品相关联的股票在第4阶段仍处于上升趋势中，因而这部分资产应该继续是你的投资组合的重要组成部分。至于“重要”到哪种程度要取决于每个投资者不同的资产配置策略。因为这是一个价格波动比较大的板块，看重保值和现金流入的保守的投资者的配置比例可以相对小一些，主要着眼于对冲通货膨胀的小类资产类别，而非是为了迅速赚钱而进行的大笔押注。

第5阶段（只有商品处于牛市）

（1）现金

此时，股票市场的风险已经增大，同时货币市场收益率也在上升。因此，投资者应该将相当一部分的投资配置到现金类资产上。

（2）债券

金融市场通货膨胀的压力此时已经很明显，因此持有债券的风险非常高，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尤其是当市场的长期性趋势指向通货膨胀和利率上升时。在进行市场预测时，我们永远不能使用“肯定”这个词，但是，当利率处于长期上涨的趋势时，在第 5 阶段持有债券会让投资者遭受损失是非常接近“肯定”的。在第 5 阶段或第 6 阶段的某个时候，高收益债券市场开始出现违约，因此，现在最好在这类资产和你分手前主动和它们分手。将这类资产转换为现金肯定会给投资者的现金收入流入带来损失，但投资者换来的是资产的安全度提高和晚上能安心地多睡几个钟头，应该是非常值得的。投资者的一个选择是购买资源型高收益特权信托（royalty trust），这类资产升值的空间不大，但其收益足以弥补资本利得上的不足。

（3）股票

投资者在股票上的投资此时应该主要配置到经济周期后期的股市领先者上面，如资源类股票和基本工业类股票。的确，历史数据显示，在第 5 阶段表现最突出的行业是原料行业。偶尔有时候，如 20 世纪 90 年代后期，高科技板块会比经济周期后期的其他股市领先者更抢眼，但总的说来，在第 5 阶段上升的股票越来越少。此时，不要被市场指数创出的新高所迷惑，因为随着第 5 阶段的发展，大多数股票都在下跌。

从统计数据上来看，在第 5 阶段，股票市场的上升可能多于下跌。实际情况是经济周期早期的领先板块（对利率敏感的股票和其他防御性的股票）在下跌，而表现滞后的板块（如资源和基本工业类股票）在上升。如果后者的影响大于前者的影响，则市场指数就会走高，反之亦然。因此，在 20 世纪 90 年代后期，当高科技股票价格飙升时，高科技板块在标普 500 指数中所占的权重显著增加。因此，标普 500 指数也随着大幅上涨。然而，大多数股票在 1998 年就见顶了，因此，尽管市场指数在 1999 年和 2000 年初期还在上升，但投资者要从中赚到钱已经很困难了。

（4）通货膨胀对冲资产

在第 5 阶段，商品和通货膨胀对冲资产的价格仍然保持上升的趋势，但这已是最后的狂欢了。熊市的脚步声已近在耳边，投资者应该逐步将这类资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产轮转为现金类资产。这在商品牛市见顶时尤其必要，商品和与之相关的股票在见顶前会呈抛物线状快速上升，然后在顶部将上升能力耗尽。这种顶部从事前和事中是很难判断的，因此投资者应该逐步在该阶段卖掉通货膨胀对冲资产。

第6阶段（没有任何资产处于牛市）

（1）现金

此时，现金绝对为王。在第6阶段，现金类资产占资产组合的比例应该尽量高。持有流动性高的现金类资产的另一个考虑是第6阶段是一个危机四伏的阶段。如果要出什么问题，那么问题最有可能就出在第6阶段。第1阶段是另一个充满危机的阶段。但危机同时也就意味着机会，机会常常在你最想不到的时候出现。不幸的是，一些市场下跌的速度快得让人失去了信心，这意味着机会出现在情况看起来最糟糕和你最没有准备的时候。

（2）债券

债券此时的收益率已经上升到相当高的水平，一般在大宗商品价格开始下跌后不久，收益率就见顶开始下降。因此，投资者可以从第6阶段的某个点开始慢慢地重新在债券市场建仓。这样做对你有两点好处。首先，利率上升得越高，经济就会变得越虚弱，高等级债券在下一轮债券牛市中上升的力度就越大。其次，在第6阶段，本期收益是整个经济周期各阶段中最高的之一，这意味着在等待债券市场触底的时候，你得到的回报也相当不错，只要当时不是处于一个收益率长期下跌趋势的尾部。

虽然第6阶段对所有三类资产都不是一个牛市环境，但好在这个阶段一般情况下持续时间很短，仅两三个月或稍稍长一点。然而，在这段短短的时期内，投资者可能会遭受惨重的损失，因此必须非常谨慎。此外，如果第6阶段出现在一个通货膨胀长期性上升的趋势中，情况是最糟糕的。1981～2005年第6阶段的市场环境就比20世纪六七十年代的好一些。

（3）股票

在第6阶段，债券的回报率整体上高于股票，因此一般没有理由在此阶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段持有股票。投资者此刻可以考虑少量地买入一点第1阶段会有不错表现的经济周期早期的股市领跑者，但这最好等到利率见顶以后。资源类股票在此阶段一般处于大幅下跌的状态中，投资者绝对不要去碰它们。

（4）通货膨胀对冲资产

通货膨胀对冲资产的价格对第6阶段新出现熊市环境会迅速做出调整。由于大宗商品市场的投资一般采用杠杆投资，因此投资者可以迅速空仓。大宗商品市场的下一个牛市要在三个阶段之后才会到来，因此，投资者不必急着冲回该市场。



要点

1. 投资者一般在市场所处的阶段发生变化后一段时间才能意识到。这就是为什么资产轮转应该逐步进行，而非突然大幅调整。
2. 只有在环境出现突变，而市场价格还未来得及发生相应变化时，投资者才应该考虑做较大幅度的资产配置调整。
3. 我们这里提出的是资产配置的一般性原则。投资者资产管理的具体策略还应该考虑到个人的情况以及投资者承受风险的能力和意愿，这是贯穿全书的一个基本原则。
4. 不是每一个经济周期都会经历所有的这些阶段，偶尔，经济周期也会跳过某个阶段，或退回到前面的阶段。这也是为什么资产配置调整应该逐步进行的另一个原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐阅读

序号	书号	书名	作者	定价
1	30250	江恩华尔街45年（珍藏版）	（美）威廉 D. 江恩	36.00
2	30248	如何从商品期货贸易中获利（珍藏版）	（美）威廉 D. 江恩	58.00
3	30247	漫步华尔街（原书第9版）（珍藏版）	（美）伯顿 G. 马尔基尔	48.00
4	30244	股市晴雨表（珍藏版）	（美）威廉・彼得・汉密尔顿	38.00
5	30251	以交易为生（珍藏版）	（美） 亚历山大・埃尔德	36.00
6	30246	专业投机原理（珍藏版）	（美）维克・托斯波朗迪	68.00
7	30242	与天为敌：风险探索传奇（珍藏版）	（美）彼得 L. 伯恩斯坦	45.00
8	30243	投机与骗局（珍藏版）	（美）马丁 S. 弗里德森	36.00
9	30245	客户的游艇在哪里（珍藏版）	（美）小弗雷德・施韦德	25.00
10	30249	彼得・林奇的成功投资（珍藏版）	（美）彼得・林奇	38.00
11	30252	战胜华尔街（珍藏版）	（美）彼得・林奇	48.00
12	30604	投资新革命（珍藏版）	（美）彼得 L. 伯恩斯坦	36.00
13	30632	投资者的未来（珍藏版）	（美）杰里米 J.西格尔	42.00
14	30633	超级金钱（珍藏版）	（美）亚当・史密斯	36.00
15	30630	华尔街50年（珍藏版）	（美）亨利・克卢斯	38.00
16	30631	短线交易秘诀（珍藏版）	（美）拉里・威廉斯	38.00
17	30629	股市心理博弈（原书第2版）（珍藏版）	（美）约翰・迈吉	58.00
18	30835	赢得输家的游戏（原书第5版）	（美）查尔斯 D. 埃利斯	36.00
19	30978	恐慌与机会	（美）史蒂芬・韦恩斯	36.00
20	30606	股市趋势技术分析（原书第9版）（珍藏版）	（美）罗伯特 D. 爱德华兹	78.00
21	31016	艾略特波浪理论:市场行为的关键（珍藏版）	（美）小罗伯特 R. 普莱切特	38.00
22	31377	解读华尔街（原书第5版）	（美） 杰弗里 B. 利特尔	48.00
23	30635	蜡烛图方法：从入门到精通（珍藏版）	（美）史蒂芬 W. 比加洛	32.00
24	29194	期权投资策略（原书第4版）	（美）劳伦斯 G. 麦克米伦	128.00
25	30628	通向财务自由之路（珍藏版）	（美） 范 K. 撒普	48.00
26	32473	向最伟大的股票作手学习	（美）约翰・波伊克	36.00
27	32872	向格雷厄姆学思考，向巴菲特学投资	（美） 劳伦斯 A. 坎宁安	38.00

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是否准备好面对第二个失去的十年？

在对历史上的长期性熊市进行了广泛研究的基础上，本书强烈建议投资者要准备好面对股票市场第二个“失去的十年”，这将是一个衰退更频繁、复苏更短暂的十年。

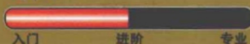
你是否对即将面临的挑战做好了充分的准备？你的投资组合在市场的波动和风险面前是否有足够的保护措施？你是否在寻找一个更好的方法来实现财富的保值和增值？

在《投资在第二个失去的十年》一书中，具有传奇色彩的、被著名金融杂志《巴伦周刊》称为“分析师中的分析师”的马丁 J. 普林格和他的团队向读者讲述了一种已经被证明是切实可行的投资方法和策略，运用这种方法，投资者即使身处长期性熊市（无论该熊市持续多长时间）也能获得稳定的收益，实现财富的增值。不要让你的财富再遭受损失了，现在就开始运用本书中讲述的方法进行投资，它是你在股市中实现财富的保值和增值的生存指南。

Investing in the Second Lost Decade

收藏性：★★★★★
实战性：★★★★★
专业性：★★★☆☆

阅读提示



McGraw-Hill 全球智慧中文化
http://www.mheducation.com

客服热线：(010) 68995261 88361066
购书热线：(010) 68326294 88379649 68995259
投稿热线：(010) 88379007

数字阅读：www.hzmedia.com.cn
华章网站：www.hzbook.com
网上购书：www.china-pub.com

上架指导：金融投资
ISBN 978-7-111-42750-6



定价：49.00元